

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
Институт управления бизнес-процессами и экономики  
Кафедра «Экономика и управление бизнес-процессами»

УТВЕРЖДАЮ

И. о. заведующего кафедрой

\_\_\_\_\_ И.Р. Руйга

« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2017 г.

## МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

Формирование механизмов управления стоимостью электроэнергетической  
компании

38.04.02 Менеджмент

38.04.02.07 Управление развитием бизнеса

Научный руководитель \_\_\_\_\_ доцент, канд. экон. наук М. А. Лихачев

Выпускник \_\_\_\_\_ А. В. Шибико

Рецензент \_\_\_\_\_ канд. экон. наук Е.Е. Васильев

Красноярск 2017

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
Институт управления бизнес-процессами и экономики  
Кафедра «Экономика и управление бизнес-процессами»

УТВЕРЖДАЮ

И. о. заведующего кафедрой

\_\_\_\_\_ И.Р. Руйга

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2017 г.

**ЗАДАНИЕ**  
**НА ВЫПУСКНУЮ КВАЛИФИКАЦИОННУЮ РАБОТУ**  
**в форме магистерской диссертации**

**Студенту(ке) Шибико Алексею Викторовичу**

**Группа УБ15-12М Направление 38.03.02 «Менеджмент»**

**Тема выпускной квалификационной работы:** «Формирование механизмов управления стоимостью электроэнергетической компании»

**Утверждена приказом по университету – 18837/с от 21.12.2015 г.**

**Руководитель ВКР – М.А. Лихачев канд. экон. наук, доцент кафедры «Экономика и управление бизнес-процессами»**

**Исходные данные для ВКР:**

- официальные отчеты Министерства энергетики;
- информация электронных баз данных, специализированных литературных изданий и глобальной сети Интернет;
- внутренняя отчетность ПАО «МРСК Сибири».

**Перечень разделов ВКР:**

- 1 Исследование подходов и методов к управлению стоимостью компании;
- 2 Исследование ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании;
- 3 Разработка механизма управления стоимостью компании ПАО «МРСК Сибири»;

**Перечень графического материала:**

- Актуальность, цели и задачи;
- Стоимость, как критерий эффективности управления;
- Подходы к оценке эффективности управления стоимостью компании;
- Ключевые факторы стоимостью компании;
- Причины выбора показателя EVA для оценки эффективности управления стоимостью;
- Алгоритм выявления ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании;
- Декомпозиция показателя EVA, как основа формирования механизма управления стоимостью;

- Ключевые факторы управления стоимостью электроэнергетической компании;
- Действующая структура субъектов корпоративного управления ПАО «МРСК Сибири»;
- Создание комитета по управлению стоимостью компании на базе СД;

Руководитель ВКР

\_\_\_\_\_

М.А. Лихачев

Задание принял к исполнению

\_\_\_\_\_

А.В. Шибико

## **РЕФЕРАТ**

Магистерская диссертация по теме «Формирование механизмов управления стоимостью электроэнергетической компании» содержит 80 страниц текстового документа, 5 иллюстраций, 6 таблиц, 8 формул, 2 приложений, 103 использованных источников.

**СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ, КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ УПРАВЛЕНИЯ, ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА, МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ.**

Актуальность данного исследования заключается в значимости электроэнергетики в развитии экономики РФ, и определяется необходимостью повышения эффективности управления объектами отрасли, с целью реализации плана стратегического развития электроэнергетики в целом. Успешное функционирование отрасли будет способствовать развитию экономики страны.

Появление все большего количества научных публикаций и накопление опыта в области управления стоимостью, позволяет утверждать, что концепция управления, основанная на стоимости содержит в себе потенциал использования в электроэнергетической отрасли.

В работе предложен алгоритм выявления ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании, и использования их для формирования механизма управления стоимостью.

Основные результаты диссертационной работы могут быть использованы в управлении компанией электроэнергетической отрасли в современных условиях.

## SUMMARY

The master dissertation on the subject «Forming of Mechanisms of Management of the value's company of electroenergetic's industry» contains 80 pages of the a text document, 5 illustrations, 6 tables, 8 formulas, 2 applications, 103 used sources.

COMPANY VALUE, KEY FACTORS OF MANAGEMENT, ELECTRO-ENERGETICS, CONTROLLING MECHANISM OF VALUE

Relevance of this research consists in the importance of power industry in development of economy of the Russian Federation, and is determined by need of increase in effective management of industry objects, for the purpose of implementation of the plan of a strategic development of power industry in general. Successful functioning of an industry will promote development of national economy.

Emergence of an increasing number of scientific publications and accumulating of experience in the field of management of value, allows to claim that the management concept based on cost comprises use potential in an electrical power industry.

The proposed algorithm identify the key factors controlling the value of electric power companies, and use them to create the mechanism of value management.

The main results of dissertation work can be used in company management of an electrical power industry in modern conditions.

## СОДЕРЖАНИЕ

РЕФЕРАТ .....	5
ВВЕДЕНИЕ .....	8
1 Исследование подходов и методов к управлению стоимостью компании .....	11
1.1 Стоимость как критерий эффективности управления.....	11
1.2 Подходы к управлению стоимостью компании.....	22
1.3 Методы оценки стоимости компании, как основа формирования системы управления стоимостью компании.....	31
2 Исследование ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании .....	44
2.1 Ключевые факторы управления стоимостью компании .....	44
2.2 Анализ и особенности развития электроэнергетической отрасли.....	55
2.3 Формирование ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании .....	64
3 Разработка механизма управления стоимостью компании ПАО «МРСК Сибири».....	73
3.1 Формирование механизма управления стоимостью электроэнергетической компанией .....	73
3.2 Анализ эффективности механизмов управления стоимостью компании ПАО «МРСК Сибири».....	81
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	88
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	90
ПРИЛОЖЕНИЕ А Бухгалтерский баланс ПАО «МРСК Сибири» .....	99
ПРИЛОЖЕНИЕ Б Отчет о финансовых результатах .....	102

## ВВЕДЕНИЕ

Электроэнергетика всегда являлась одной из важнейших составляющих экономики РФ. В свою очередь отрасль является проблемным сектором промышленности страны. Специфические проблемы электроэнергетической отрасли отражаются на всей экономике в целом и затрудняют ее развитие. На текущий момент отрасль не сформировала эффективного механизма своего долгосрочного развития и находится в поисках оптимальной модели жизнедеятельности.

Анализируя работу компаний электроэнергетической отрасли РФ, можно сделать вывод, что чаще всего менеджмент компании ориентирован на достижения краткосрочных показателей (выручка, прибыль, рентабельность и др.). Однако в части стратегического плана развития компании, все чаще эффективность управления организацией взаимосвязана со стоимостными показателями. Проблема данного исследования состоит в том, что система управления компанией на основании стоимости недостаточно разработана для применения к электроэнергетической отрасли. Соответственно многие компании электроэнергетической отрасли пренебрегает таким показателем, как стоимость компании. В силу того, что в большинстве компаний немалую долю имеет РФ в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом, проблема затрагивает вопросы национального благосостояния страны.

Одной из задач развития электроэнергетической отрасли является повышение ее энергоэффективности и энергосбережения. Использование современных методов управления на основе стоимости компании может позволить решить поставленные задачи.

Последствия тех или иных управленческих решений, необходимо соотносить с ожидаемыми изменениями стоимости компании. Таким образом, назрела необходимость в разработке эффективных механизмов управления стоимостью электроэнергетической компании.



Актуальность данного исследования заключается в значимости электроэнергетики в развитии экономики РФ, и определяется необходимостью повышения эффективности управления объектами отрасли, с целью реализации плана стратегического развития электроэнергетики в целом. Успешное функционирование отрасли будет способствовать развитию экономики страны.

Целью диссертационного исследования является разработка механизма управления стоимостью электроэнергетической компании. Сформулированная цель конкретизируется в задачах, решаемых в ходе исследования:

- 1) Дать оценку показателю стоимость, как критерию эффективности управления;
- 2) Исследовать подходы и методы к управлению стоимостью компании;
- 3) Проанализировать и выделить ключевые факторы управления стоимостью электроэнергетической компании;
- 4) Разработать и предложить механизмы управления стоимостью электроэнергетической компании;
- 5) Дать оценку предложенным механизмам управления стоимостью электроэнергетической компании.

Объектом диссертационного исследования является публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Сибири» (ПАО «МРСК Сибири»).

Предметом исследования являются процессы формирования стоимости электроэнергетической компании.

Исследованию методологии управления и оценки стоимости компании посвящено много работ таких зарубежных ученых, как А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, К. Уилсон. Концепция управления стоимостью компании наиболее широко изучена и активно применяется в странах с развитой рыночной экономикой, и особенно в США, Западной Европе и Японии. Именно поэтому, в отечественной научной литературе доминируют переводные источники, посвященные исследованию концепции управления стоимостью компаний. Среди таких источников наибольший

интерес вызывают работы Коупленда Т., Дойля П. и Скотта М.

Теория управления фундаментально раскрывается в научных работах А.Л. Гапоненко, Р.А. Белоусова, Н.П. Иващенко, В.М. Мишина, Б.З. Мильнера, В.И. Мухина, А.П. Панкрухина, Т.М. Орловой, С.Н. Сильвестрова. Проблемы функционального менеджмента анализируются в работах З.П. Румянцевой, А.Я. Кибанова, А.Г. Поршнева. В работах И.В. Ивашковской, М.А. Федотовой, А.Д. С.З. Базоева, С.В. Валдайцева, М.И. Баканова, И.А. Бланка отражены вопросы преимущественно финансовых аспектов управления стоимостью компании, в том числе, оценка стоимости, показатели и ключевые факторы стоимости.

При написании магистерской диссертации будет использована основа методологии системного анализа в менеджменте – системный подход.

Системный подход хорош тем, что включает в себя множество методов исследования:

- эмпирический: изучение документации (будет производиться анализ электроэнергетической отрасли, анализ нормативно-правовых актов в области электроэнергетики и т.п.); методы сравнения и измерений (будет произведен анализ, позволивший определить достоинства и недостатки механизмов для управления стоимостью компании в электроэнергетике);
- комбинированные логико-интуитивные методы систем управления: метод моделирования (будет произведена оценка стоимости компании);
- дерево целей (Дерево целей позволит поэтапно реализовывать проект, выполняя цели одну за другой.).

Основные результаты диссертационной работы могут быть использованы в управлении компанией электроэнергетической отрасли в современных условиях.

# **1 Исследование подходов и методов к управлению стоимостью компании**

## **1.1 Стоимость как критерий эффективности управления**

Стоимость является достаточно распространенным критерием эффективности управления. Существует множество определений понятия стоимость. Стоимость, учитывая фундаментальные работы по экономической теории, основа количественных соотношений при добровольном обмене товарами между собственниками [4]. Разные экономические школы по-разному объясняют природу стоимости: общественно необходимыми затратами рабочего времени, балансом спроса и предложения, издержками производства, предельной полезностью. Анализируя, как зарубежную, так и отечественную литературу в области менеджмент, стоимость принято понимать, как ценность.

Стоимость и ценность являются неотъемлемыми характеристиками экономических процессов, однако они выражают разные аспекты внутренней природы самого блага. Ценность – есть результат субъективного суждения о потребительских качествах блага, тогда как стоимость – есть его внутреннее объективное содержание, как потенциальная способность приносить определенную выгоду, превышающую затраты на его производств (приобретение) и усилия по приданию тех качественных характеристик, которые делают его потенциальным объектом экономического интереса различных субъектов экономических отношений [11].

Это разграничение понятий стоимости и ценности имеет принципиальное значение для характеристики компании, как субъекта экономических отношений, особого экономического блага, создающего стоимость. Разделение понятий фундаментальной и рыночной стоимости приобретает особое значение при исследовании компании, как инвестиционного блага, объекта экономических интересов его существующих и потенциальных собственников и других участников рыночных процессов [1].

Современная организация (компания) представляет собой сложно организованный комплекс – совокупность технологических, финансовых, маркетинговых, логистических и иных блоков, определяющих специфику ее производственной деятельности, особенности менеджмента, уникальность организационных решений и перспективы развития.

Для каждого из этих блоков существует хорошо разработанная система показателей, позволяющих проводить оценку эффективности их функционирования. Деятельность компании может оцениваться на основе либо интегрального показателя эффективности, либо частных показателей: результативности (фактический результат не менее запланированного), выгоды (наличие положительного чистого результата), целесообразности (соответствие цели системы целям ее элементов) [1].

Однако использование, как частных, так и интегрального показателя эффективности предполагает ответ на ключевой вопрос теории современного менеджмента: что лежит в основе той или иной формы эффективности?

При ответе на него исследователи, как правило, принимают во внимание:

- нормативно-законодательные требования, позволяющие использовать ту или иную форму эффективности;
- опыт применения показателей эффективности, связанных со спецификой хозяйствующего субъекта и (или) с особенностями делового оборота;
- наличие теоретических разработок для проведения мероприятий по повышению уровня управления.

Исследование процесса формирования стоимости компании невозможно без выяснения сущности стоимости, так как стоимость является основной составляющей рыночной экономики, важнейшей характеристикой экономических процессов. Известно, что рынок не существует без стоимости, которая создается в процессе производства; в свою очередь, стоимость находит свое проявление именно в процессе рыночного обмена. С учетом современных достижений экономической мысли содержание стоимости раскрывается в

работе на основе исследования идей древнегреческих мыслителей и их последователей, классической школы политэкономии, маржинализма, французской экономической школы, полемики представителей русской школы с выводами этих учений, современных подходов к трактовке стоимостных категорий [1].

Экономическое благо, как воплощение экономического процесса, имеет внутренне противоречивый характер, который проявляется по двум направлениям:

1) С одной стороны, в разделении понятий «стоимость» (как объективного содержания) и «ценность» (как оценки полезности) как важнейших характеристик экономического процесса и его результата;

2) С другой, в глубоком сущностном различии «фундаментальной стоимости» (как внутренней объективной характеристики, формирующей под влиянием стоимость образующих факторов) и «рыночной стоимости» (как формы проявления, внешней оценки сущности, на которую оказывают влияние рыночные, в том числе, случайные факторы) [1].

Необходимость разрешения этих противоречий возникает в связи с тем, что сущность любого явления практически никогда не совпадает с внешней формой его проявления. Главная функция экономической науки заключается в выявлении источников этих противоречий и обосновании факторов, влияющих на формирование сущностных характеристик, а также факторов, оказывающих воздействие на процесс превращения содержания в форму его проявления. Особое значение имеет методологический и категориальный аппарат экономической науки, который используется для анализа реальных хозяйственных процессов. Кризис финансовой и экономической жизни выявляет кризисные процессы в науке, и прежде всего, вследствие искажения сущности основополагающих категорий, к которым относится и категория стоимости. Именно этим объясняется необходимость возвращения к фундаментальным характеристикам процессов и явлений, обогащенным новыми знаниями, теориями, концепциями и эмпирической информацией. Для

разрешения противоречивого результата современного мирового социально-экономического развития («противоречивой дихотомии»), как синтеза научно обоснованных действий хозяйствующих субъектов и стихийного начала функционирования современной рыночной системы, необходимо сконцентрировать основное внимание на выявление сущностных характеристик современных процессов, что будет способствовать возвращению экономики к реальному производству реальных экономических благ [3].

Анализ учений древнегреческих мыслителей и их последователей позволил выявить следующие проблемы: выявление критерия справедливости обмена и справедливой цены; влияние идеи свободы договора; рассмотрение издержек производства, как меры соотношения работ; разграничение реальной и денежной стороны хозяйственной жизни; поиск источника создания богатства; разграничение «внутренней ценности» и рыночной цены; зарождение учения о прибыли. Анализ этих идей позволил сделать вывод, что противоречивость природы блага, произведенного для обмена, начала проявляться с первыми признаками зарождения товарных отношений, когда стало очевидным несовпадение внешней оценки блага (ценности для потребителя, определяемой на основе полезности) и его внутренней сущности (стоимости для существующих и потенциальных собственников). Дальнейшее развитие рыночных отношений еще больше усложнило эту противоречивость, все более очевидным становилось несовпадение процессов капитализации (как увеличение рыночной стоимости, цены) и действительным ростом стоимости (как накопление реальной добавленной стоимости [3].

Исследование учений классической школы политэкономии, основателей трудовой теории стоимости показало, что с распространением рыночных отношений противоречивость характеристик экономических явлений усиливалась, что связано с еще большим отделением самого продукта труда (характеристикой которого выступает стоимость) от внешней формы проявления его сущности (рыночной оценкой, или ценой). Классическая школа впервые доказала, что именно труд является источником богатства и,

соответственно, стоимости, что делает блага качественно сравнимыми и количественно соизмеримыми, поскольку в процессе обмена признается общественный характер стоимости блага, как необходимых затрат на его создание, а прибыль (как добавленная стоимость) рассматривается, как свидетельство признания этой добавленной стоимости обществом. В современной экономике подтверждением общественной необходимости этих затрат является конкурентоспособность произведенного блага.

Двойственность методологии учения А. Смита, использование описательного и аналитического методов, способствовало еще большему разделению взглядов ученых на сущность основных стоимостных категорий, и соответственно дальнейшему расколу экономической мысли (одни ученые поддерживали идею трудовой теории стоимости, другие развивали идею факторной теории издержек производства). Делается вывод, что основной методологической ошибкой А. Смита является смешение внутреннего содержания в раскрытии категории стоимости (создание стоимости) и внешней формы ее проявления в виде меновой стоимости (присвоение стоимости) [2].

Марксистская теория, выдвинув идею прибавочной стоимости, позволила развиваться целому направлению неоклассической экономической мысли, опирающейся на трудовую теорию стоимости. Именно эта идея подтверждает мысль о том, что основой роста реальной стоимости является экономическая прибыль (как накопленная добавленная стоимость). Последователи классической теории подчеркивали двойственный характер природы товара, однако идеи относительно его потребительской стоимости, основной на полезности, были отодвинуты на второй план. Это позволило оппонентам классической школы, прежде всего представителям маржинализма, провозгласить идею предельной полезности и ценности в качестве единственно верного решения проблемы противоречивости стоимостных категорий. Проведенное исследование дает основание утверждать, что проблема заключалась не столько в использовании той или иной категории (или ее перевода), сколько в концентрации внимания только на одной стороне

характеристики блага, тогда как необходимо рассматривать экономическое благо, как целостный элемент рыночных отношений (воплощение экономических процессов), имеющий внутренне противоречивую природу. Это замечание особенно важно, когда и исследуются процессы, при которых объектом экономических сделок становится компания, как особое экономическое благо, создающее стоимость.

Ценность является важнейшей категорией, выражающей оценку различными субъектами способности блага удовлетворять ту или иную потребность. Важным моментом в работе является акцент на том, что при оценке ценности появляется необходимость выявления той потенциальной выгоды, которую получает потребитель и которую он готов оплатить при совершении сделки. Поэтому экономическое значение ценности приобретает при выявлении потребительских предпочтений при формировании спроса, но не отражает его внутренней сущности, как результата применения определенных ресурсов для создания реальной стоимости [1].

В этом смысле особое значение придается введению маржиналистами понятия альтернативной возможности, стоимости которой определяется наибольшей упущенной выгодой, от получения которой необходимо отказываться в процессе выбора (вмененной стоимости). Главная ошибка маржиналистов, а в последствие и сторонников неоклассического синтеза, заключалась в смешении понятий стоимости и цены, богатством они (в первую очередь, А. Маршалл) считали накопление стоимостей, а стоимость приравнивали к меновой стоимости благ. Сделан вывод, что именно это заблуждение привело к распространению концепции рыночной стоимости (цены) и ее приоритетности по отношению к внутренней (фундаментальной) стоимости [3].

Это заблуждение усугубляется с увеличением количества посредников между производителем блага и его конечным потребителем, в результате чего происходит перераспределение (но не создание) добавленной стоимости. Оттягивая финансовые ресурсы на процесс обращения (который, безусловно,



способствует воспроизводственному процессу), коммерческое и финансовое посредничество лишает реальный сектор необходимых финансовых ресурсов. При наличии товарно-денежной несбалансированности этот процесс маскирует сущностные причины неравномерности распределения доходов в обществе, и как следствие, нарушение пропорций разделения труда и специализации.

Безусловно, нематериальные активы играют все более существенную роль в повышении стоимости благ, однако необходимо четко разграничивать их функции как:

- гарантии качества и информационного обеспечения о потребительских качествах благ (т.е. репутационной стоимости), что способствует продвижению стоимости (но не связано непосредственно с ее созданием);

- создания реальных благ (реальной стоимости) вследствие применения инновационного капитала, когда стоимость созданных благ значительно превышает затраты на их производство [7].

Анализ идей французских экономистов подтвердил справедливость обоснования субъективного характера ценности, как индивидуального суждения, основанного на полезности и редкости. Именно они ввели понятие относительной полезности предугаданной услуги, и обратили внимание на роль ожидания в субъективном суждении о ценности, что подтверждает вывод о влиянии ценообразующих факторов на рыночную оценку, которое особенно отчетливо выявил современный финансово-экономический кризис [8].

В современных условиях особенно очевидно проявляется двойственность восприятия стоимостных категорий. Процесс формирования стоимости происходит под воздействием стоимость-образующих факторов, а восприятие ее различными сторонами сделки и формирования цены сделки осуществляется под воздействием ценообразующих факторов. Некоторые современные ученые обращают внимание на новые модификации категории стоимости, на появление ее новых характеристик, таких как: свойство вменения стоимости и свойство перераспределения стоимости через цепочку посредников (в том числе финансовых, что особенно важно при исследовании современных модификаций

стоимости). В современных условиях наблюдается все больший отрыв формы проявления стоимости экономического блага (рыночной стоимости) от его сущностной характеристики (фундаментальной стоимости), прежде всего, вследствие трансформации традиционных (товарного, ресурсного и финансового) рынков в рынки прав собственности. Это проявляется в отрыве процесса реального производства от процесса закрепления и передачи прав собственности на капитал, инвестированный в производство, который закреплен в особом экономическом благе – компании (как организационной форме капитала) [9].

Выделяют пять основных этапов трансформации стоимостных категорий через призму эволюции экономических процессов и развития экономической мысли:

1) первый этап, характеризующийся формированием товарных отношений, нашел отражение в идеях о справедливом обмене и разделении понятий полезности и редкости блага в трудах древних мыслителей и их последователей;

2) второй этап, связанный с утверждением и распространением рыночных отношений и появлением внутренней дихотомии товара, как единства и противоречия стоимости и потребительной стоимости (ценности), исследовался в трудах классиков политэкономии, французской экономической школы, представителей маржинализма, российских мыслителей;

3) третий этап, связанный с распространением акционерной формы хозяйствования и зарождением финансового рынка, отделением капитала-собственности от капитала-функции, нашел отражение в выявлении внутренней природы компании, как организационной формы самовозрастания капитала (источника создания стоимости) в трудовой теории стоимости, теории капитала, теории средней нормы прибыли на авансированный капитал, в научных взглядах их последователей;

4) четвертый этап, характеризующийся повсеместным распространением финансовых отношений и развитием инвестиционных

процессов, отразил процесс отделения капитала-управления от капитала-собственности, превращения компании в объект экономических интересов участников инвестиционных процессов;

5) пятый этап, связанный с началом и дальнейшим отрывом финансового сектора от реального производственного процесса, абсолютизацией принципа доходности финансового капитала, распространением асимметричной информации на рынках капитала, нашел отражение в идеях эффективных рынков капитала и максимизации рыночной стоимости компании [1].

Необходимо отметить возможность вызревания нового этапа развития экономических процессов, вызванных несовершенством и противоречивостью существующих моделей и необходимостью перехода к разработке новой фундаментально-стоимостной концепции современной компании и механизма управлению ею, актуальность которых отчетливо выявил современный финансово-экономический кризис [9].

Во второй половине XX века зародилось концепция управления, основанная на создании стоимости для собственников (value based management – VBM). Одними из предпосылок развития данной концепции являлось развитие корпораций, и передача руководства компаний от собственников к профессиональным менеджерам. При оценке деятельности компаний, существующие методы были неэффективны, так как менеджмент компаний имеет возможность манипулирования определенными показателями эффективности.

Российские исследователи приходят к пониманию необходимости рассмотрения компании как сложно организованной системы, имеющей множество целей. С одной стороны, ее следует рассматривать как имущественный комплекс, включающий совокупность технологий, организационную структуру, персонал, материальные и нематериальные активы и другие составляющие производственного и непроизводственного циклов. С другой стороны, миссия компании связана с возможностью

удовлетворения общественной или индивидуальной потребности в определенной продукции (услугах). Востребованность этой миссии, то есть наличие потребности в производимой продукции (услугах), – обязательное условие организации соответствующего бизнеса.

При организации бизнеса необходимо ответить на вопросы:

- для чего нужен бизнес (его миссия);
- кто является потребителем продукции/услуг (выявление потребности в бизнесе);
- как организовать технологию производства продукции/услуг (организационные и управленческие характеристики бизнеса);
- как бизнес взаимодействует с внешней средой.

При этом для собственников важнейшим является вопрос о стоимости бизнеса.

Как отмечалось выше, многие исследователи полагают, что эффективность компании определяется совокупностью технико-экономических показателей, характеризующих использование основных и оборотных фондов, имущественного комплекса в целом и его отдельных элементов. Такой подход, господствовавший в советской экономической школе и до сих пор применяемый при исследовании отдельных технико-экономических характеристик компаний, можно назвать технократическим и использовать при анализе текущей деятельности хозяйствующего субъекта. Более того, отклонение от заданных технико-экономических показателей предполагает разработку организационно-технологических мероприятий по ликвидации возникших отклонений.

Однако при реализации долгосрочной стратегии бизнес обычно оценивают как совокупность условий, необходимых для ведения предпринимательской деятельности и приводящих к увеличению стоимости компании. Большинство исследователей уже в конце 1990-х гг. в качестве критерия эффективности деятельности приняли стоимость бизнеса, а не отдельные показатели (полученная прибыль, чистая прибыль). Переход от

частных показателей эффективности к агрегированному позволил определить новые подходы к оценке эффективности бизнеса [12].

Дуализм в рассмотрении стоимости бизнеса компании предполагает и особенности ее определения в зависимости от используемого критерия эффективности.

Если компания – это имущественный комплекс, тогда необходимо выявить, что понимается под компанией как имущественным комплексом.

Если она воспринимается как объект, обладающий некой общественно полезной миссией, – следует определить, за счет каких факторов формируется эта миссия, в чем специфика данного хозяйствующего субъекта и его бизнеса.

Словом, задавая выявленный критерий для оценки эффективности управления, нужно определить возможность использования в качестве такого критерия стоимости бизнеса.

Необходимость использования такого критерия применительно к российским компаниям связана, в том числе, с интеграцией России в международное экономическое сообщество.

Способствует принятию стоимости бизнеса в качестве критерия эффективности ряд обстоятельств.

1) Противоречия между собственниками и менеджерами по поводу тех или иных управленческих решений.

Собственники полагают, что нужно оценивать стоимость бизнеса в текущий момент и прогнозировать ее динамику на перспективу. Как правило, собственники стремятся (осознанно или интуитивно) оценивать инвестиционную стоимость.

Менеджеры убеждены: достижение частных показателей эффективности – результат их умелости, в крайнем случае, они допускают оценку рыночной стоимости компании.

Соответственно, для собственников принципиальна возможность развития бизнеса, для менеджеров – возможность получения бонусов в текущий момент.

2) Необходимость привлекать инвестиционные ресурсы, объем которых возможно прогнозировать путем оценки инвестиционной стоимости компании.

В теории менеджмента неоднократно рассматривался вопрос о соотношении перспективных и текущих целей компании. Если критерием эффективности деятельности является стоимость бизнеса, которую можно изменить путем реализации активной инвестиционной политики, то принимать решение об инвестициях следует только при ответе на вопрос: на какую величину изменится стоимость бизнеса в текущем и перспективном периодах при осуществлении этих инвестиций. Если стоимость бизнеса в перспективе будет уменьшаться, значит, такие инвестиции вряд ли целесообразны.

3) Необходимость формирования мышления, ориентированного на принятие стратегических решений через поиск интегральных показателей эффективности.

Формирование стратегического мышления – больной вопрос для многих хозяйствующих субъектов. В силу устаревших представлений о критерии эффективности компании невозможно принимать современные стратегические решения, поскольку о таких вариантах решений многие руководители просто не знают.

Следовательно, нужна «точка опоры» – совокупность принципов и приемов, позволяющих принять стоимостное мышление, ориентированное прежде всего на интересы собственников.

Подводя итоги, можно сделать вывод, что стоимость является одним из критериев эффективности управления, который позволяет соблюдать баланс между заинтересованными сторонами и решать возникающие противоречия между ними, и отражает объективное состояние компании с учетом стратегических перспектив развития.

## **1.2 Подходы к управлению стоимостью компании**

Под управлением стоимостью компании подразумевается совокупность управленческих решений, направленных на изменение текущей стоимости активов. Компании могут принимать более эффективные и обоснованные решения, опираясь на принципы управления стоимостью [10].

По мнению Валдайцева С.В., увеличение стоимости компании для акционеров не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон. Успешно действующие компании создают сравнительно больше стоимости для всех участников экономической среды – потребителей, работников, государства (через выплачиваемые налоги) и инвесторов [10].

Однако есть и другие причины – более концептуальные по своей сути, но не менее убедительные, – по которым следует принять систему, ориентированную на стоимость для акционеров. Во-первых, стоимость – оптимальная из общеизвестных мер результатов деятельности. Во-вторых, собственники компании – единственные участники компании, которые, заботясь о максимальном повышении своего благосостояния, могут при определенных условиях способствовать повышению благосостояния остальных заинтересованных лиц. И наконец, компании, работающие неэффективно, неизбежно могут столкнуться с утечкой капитала в руки конкурентов.

Стоимость – один из оптимальных критериев результатов деятельности потому, что ее оценка позволяет соблюдать баланс интересов стейкхолдеров. В то же время известно, что почти невозможно принимать правильные решения, не обладая всей полнотой информации, а ведь ни один другой показатель результатов деятельности не содержит столь полной информации, как стоимость [11]. Однако, расплатой за универсальность данной категории (стоимости) является сложность ее определения: она меняется со временем, она неодинакова для различных участников рынка и зависит от целей, с которыми они выступают, а также информация при оценке стоимости может быть искажена для определенных целей.

Анализ существующих концепций управления стоимостью [14] выявил следующие основные детерминанты стоимости:

- ожидаемые денежные потоки бизнеса;
- риск инвестиций и обусловленная этим стоимость привлечения и обслуживания капитала;
- ожидаемый потенциал роста (расширения) бизнеса;
- возможность появления или существования благоприятных возможностей в будущем.

В настоящее время существует несколько разноплановых подходов к вопросам управления стоимостью.

Одним из наиболее фундаментальных является подход А. Дамодарана [13]. Согласно этому подходу, использование методологии дисконтированных денежных потоков дает четыре способа создания стоимости:

- должны быть увеличены денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами посредством увеличения посленалоговых доходов от активов, либо за счет уменьшения потребностей в инвестировании в основной оборотный капитал;
- должен быть увеличен ожидаемый темп роста денежных потоков за счет увеличения доли реинвестированной прибыли или повышения отдачи инвестированного капитала (качества инвестиций);
- увеличение продолжительности периода высокого темпа роста;
- принятие мер по снижению стоимости капитала за счет уменьшения операционного риска инвестированного капитала, изменения пропорций долгового финансирования капитала или изменения финансовых условий привлечения кредитов.

Таким образом, в соответствии с методом дисконтированных денежных потоков, для воздействия на стоимость компании необходимо осуществлять воздействие на текущие денежные потоки и/или будущий рост и/или продолжительность периода аномально высокого роста и/или ставку дисконтирования.



Для увеличения денежных потоков, генерируемых активами компании, необходимо стремиться к снижению себестоимости продукции, ликвидации убыточных активов, снижению эффективной налоговой ставки компании, полнее использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, лучше управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Для продления периода высокого роста необходимо создание и поддержание конкурентных преимуществ компании [13].

Дробление акций и дивидендов не приводит, по мнению А. Дамодарана, к изменению стоимости компании, поскольку это не ведет к изменению денежных потоков, темпа роста и риска. Бухгалтерские решения, оказывающие воздействие на отчеты о прибылях и убытках, также никак не влияют на денежные потоки и поэтому не воздействуют на стоимость компании.

Решения по размещению новых ценных бумаг на базе существующих активов компании также не создают стоимость, если только вследствие их не изменится структура пассива (соотношение собственных и заемных средств) [13].

Несколько иначе проводят в жизнь ту же идеологию Т. Коупленд, Дж. Муррин и Т. Коллер [14]. Они считают, что, как показано на рисунке 1, при принятии решения о целесообразности реструктуризации компании (в частности, после выявления того факта, что стоимость чистых активов компании больше стоимости акционерного капитала, оцененного методом дисконтированных денежных потоков) для анализа возможных исходов целесообразно использовать классическую пентаграмму возможностей структурной перестройки. На рисунке видно, что отправной точкой анализа с помощью пентаграммы должно стать доскональное исследование текущей рыночной стоимости исследуемой компании. Затем следует оценить фактическую и потенциальную стоимости компании с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках, и возможности увеличить стоимость посредством финансового реинжиниринга. Все эти оценки затем следует соотнести со стоимостью компании на открытом

(фондовом) рынке, чтобы оценить потенциальную выгоду для акционеров от реорганизации компании. Это сравнение должно помочь выявить разрыв в восприятии будущих перспектив компании инвесторами и менеджерами. По окончании такого анализа должно сложиться глубокое, основанное на фактах понимание менеджерами того, в каком состоянии находится портфель проектов компании и какими возможностями наращивания стоимости она располагает.

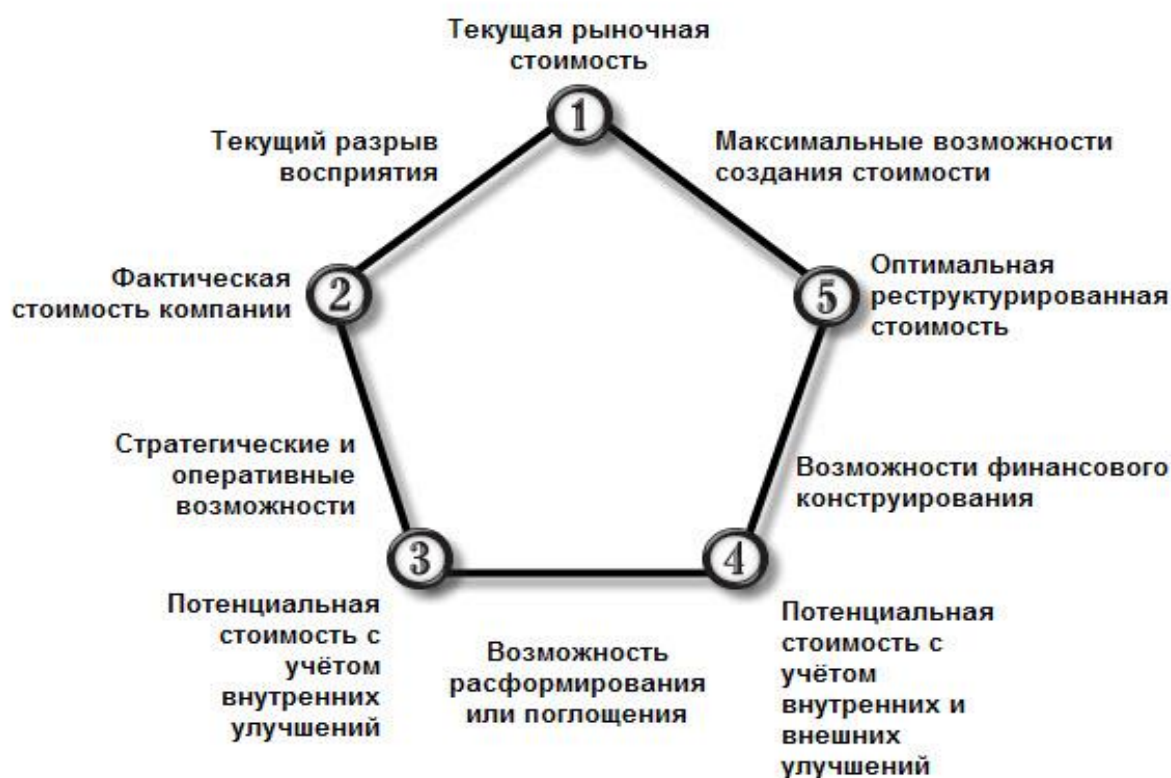


Рисунок 1 – Пентаграмма для определения возможностей реструктуризации

Еще один подход к управлению стоимостью обозначил К. Уолш [15].

Он исследовал другой важный аспект управления деятельностью компании, а именно сбалансированность между прибылью, активами и ростом, информация представлена на рисунке 2. Необходимо научиться отыскивать баланс между этими показателями, поскольку перекося в любую сторону может вызвать серьезные осложнения в деятельности компании. Учитывая все плюсы и минусы роста, менеджерам предприятия рекомендуется заранее продумать и

определить для себя те максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно, т.е. нормально обеспечивать и остальные аспекты своей деятельности.

Уравнение сбалансированного роста, выведенное К. Уолшем, выглядит следующим образом:

$$R/GT = E \quad (1)$$

где R – нераспределенная прибыль/ выручка;

G – темп роста выручки;

T – оборотные активы/выручка;

E – численное значение дроби.

Согласно этому уравнению, если  $E = 1$ , то поток денежных средств нейтрален, при  $E > 1$  поток денежных средств положителен, а при  $E < 1$  – отрицателен. Согласно этому подходу, для заданного темпа роста потоки денежных средств от основной деятельности должны находиться в равновесии. Эта модель позволяет менеджерам сосредоточиться на фундаментальных факторах, от которых зависит общее состояние компании. Они связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

Самым выгодным бизнесом, который лучше всего приобретать, является тот, который и быстро растет, и имеет высокие прибыли. И наоборот, неудачное приобретение будет в том случае, если компания и медленно растет, и приносит низкие прибыли. Сама по себе такая компания стоит мало, однако, не это самое опасное. Самый плохой вариант, когда сочетаются высокие темпы роста и низкие прибыли. А если к тому же у такой компании высокий коэффициент «активы/выручка», то такое приобретение становится бомбой замедленного действия, грозящей приобретателю временно отложенной финансовой катастрофой [15].

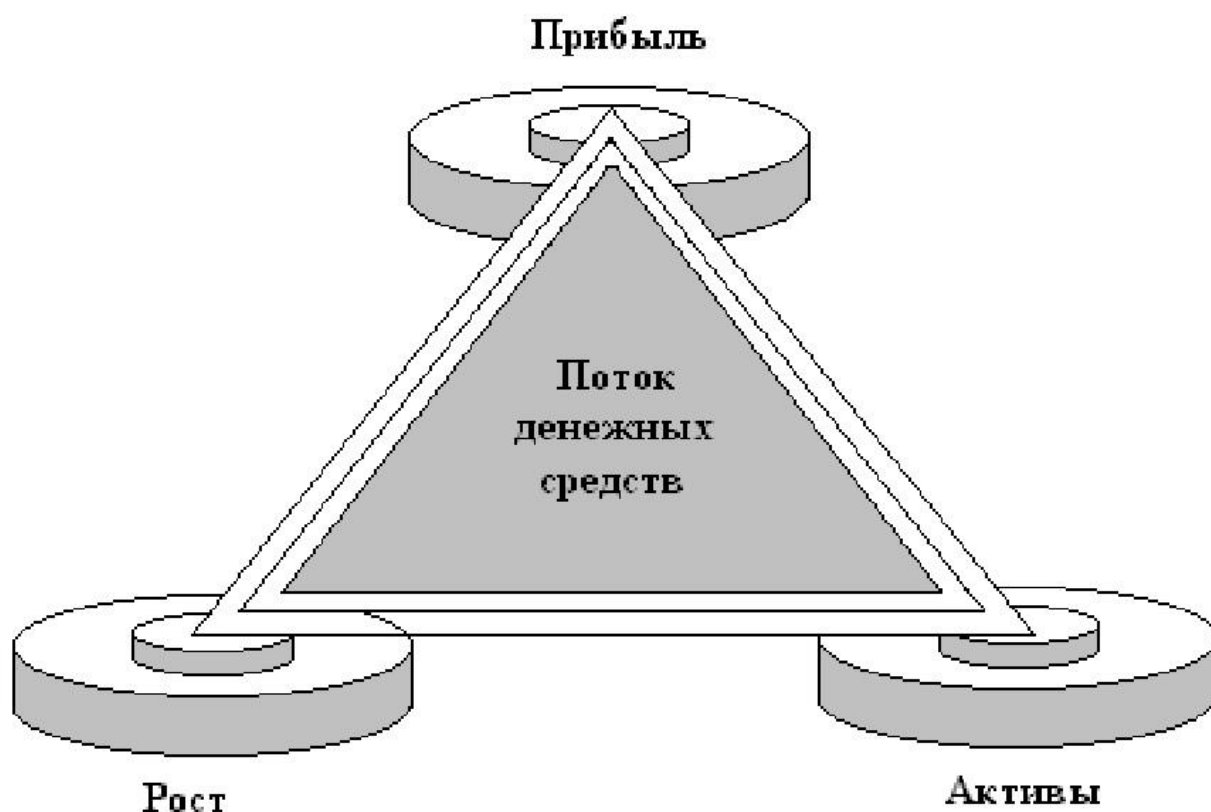


Рисунок 2 – Рост и потребность сбалансированности

Еще одним аналитическим подходом для принятия управленческих решений является подход, основанный на анализе коэффициентов чувствительности факторов стоимости компонентов функционирующего бизнеса, предложенный С. Мордашевым [16]. Для получения факторной модели следует получить дифференциал одной из формул стоимости (например, формулы Гордона). Если каждый член полученного дифференциала привести к безразмерной форме, то тем самым появится возможность определения изменения стоимости компании при изменении одного из факторов на определенную величину [17].

Существует способ управления стоимостью был предложен И. А. Егеревым [18], который исследовал влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса). Для характеристики непрерывного потока хозяйственных операций используется понятие цикла. Цикл любого производства включает покупки, приводящие к увеличению

производственных запасов и кредиторской задолженности; производство, влекущее рост незавершенного производства и готовой продукции на складе; реализацию, увеличивающую дебиторскую задолженность и денежные средства в кассе и на расчетном счете. В конечном итоге, такой кругооборот многократно повторяется и сводится к денежным поступлениям и денежным потокам.

На практике рассматривают два основных цикла: производственный и финансовый.

Производственный цикл – начинается с момента поступления материалов на склад предприятия, заканчивается в момент отгрузки покупателю продукции, которая была изготовлена из данных материалов. Финансовый цикл – начинается с момента оплаты поставщикам данных материалов (выплата аванса поставщику, погашение кредиторской задолженности), заканчивается в момент получения денег от покупателей за отгруженную продукцию (погашение дебиторской задолженности, получение аванса). Период времени, в течение которого совершается оборот денежных средств и активов, представляет собой длительность цикла. Для оценки его длительности используются показатели оборачиваемости. Производственный цикл характеризуется периодом оборота запасов сырья и материалов, периодом оборота незавершенного производства и периодом оборота запасов готовой продукции. Финансовый цикл – периодами оборота авансов, периодом оборота кредиторской задолженности и периодом оборота дебиторской задолженности.

Поскольку производственный процесс на любом предприятии является основным источником поступления денежных средств, то должно выполняться неравенство положительности вклада, вносимого потоками от оборота активов в итоговую стоимость бизнеса. В противном случае, будет наблюдаться ситуация, когда для компенсации отрицательной стоимости от производственной деятельности будут использоваться денежные поступления от продажи основных средств, или будет «проедаться» амортизация. Теоретически, для компенсации отрицательного денежного потока от

производственной деятельности можно бесконечно привлекать финансовые ресурсы на стороне, но тогда произойдет снижение стоимости предприятия (бизнеса) для кредиторов, и, в конце концов, по новым кредитам будут затребованы не подъемные цены (ставки) или в них будет попросту отказано. Бесконечные же вливания со стороны владельцев предприятия тоже вряд ли возможны, скорее собственник сделает их в более эффективный бизнес.

Резюмируя рассмотренные подходы, следует отметить, что, во-первых, приведенный перечень подходов был далеко не полным, во-вторых, каждый из этих подходов обладает своей уникальной ценностью, при этом наиболее фундаментальным можно считать подход Дамодарана. Подход Уолша привлекателен своей простотой и может быть рекомендован для экспресс-диагностики предприятия. Подходы Егерова и Мордашова более сложны, их можно рассматривать как дальнейшее развитие и конкретное воплощение идей Дамодарана и других специалистов по анализу чувствительности компонентов стоимости функционирующего бизнеса.

Тем не менее, существующие методы и подходы управления стоимостью обладают рядом недостатков, а именно:

- большинство критериев не позволяют сделать однозначный выбор между инвестированием в активы, выплатой дивидендов, погашением обязательств или оставлением запаса денежных средств;

- подход И. А. Егерова, связанный с влиянием производственного и финансового циклов на стоимость предприятия, не учитывает степень эластичности поведения дебиторов и кредиторов (поставщиков и потребителей) на предлагаемые меры управления стоимостью. Например, осуществленный анализ чувствительности приводит к выводу о том, что, прежде всего, следует сосредоточить внимание на сокращении периода погашения дебиторской задолженности. В случае если удастся убедить своих дебиторов сделать это, данная рекомендация действительно окажется хорошей, прежде всего в части нераспыления управленческого потенциала на другие менее действенные направления. Однако нельзя не учитывать того очень даже вероятного

обстоятельства, что при «завинчивании гаек» отношения с клиентами могут испортиться и вместо ожидаемой пользы будет один вред. Поэтому, ни в коем случае не отвергая подход И. А. Егерев, отметим, что этот подход обладает хорошими диагностическими свойствами в части выявления возможных приоритетных факторов управления стоимостью, однако для реализации воздействия на обнаруженные в ходе диагностирования факторы требуется учет многих других факторов и применение механизмов воздействия на эти факторы.

### **1.3 Методы оценки стоимости компании, как основа формирования системы управления стоимостью компании**

Анализируя множество методик по определению стоимости компании, можно произвести группировку в три подхода: сравнительный, доходный и затратный, внутри которых могут быть различные варианты и методы расчетов.

Стоит отметить, что в последнее время наряду с традиционными подходами в отечественной теории и практике оценки стоимости компаний начинает активно применяться новый – опционный подход.

Затратный подход (оценка на основе анализа активов) наиболее применим для предприятий специального назначения, материалоемких и фондоемких производств, а также в целях страхования. Оценка на основе анализа активов основана на принципе замещения и сбалансированности.

Существуют два метода определения стоимости компании в рамках затратного подхода, одним из них является метод накопления активов (или, по-другому, метод стоимости чистых активов, или метод чистых активов, NAV – Net Asset Value). При применении данного метода предприятие оценивается с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим, и у него имеются значительные материальные активы. Рыночная стоимость компании методом чистых активов определяется рыночной стоимостью всех активов предприятия, за вычетом его обязательств. При

использовании этого метода определяется рыночная стоимость контрольного пакета акций.

Другой метод – метод ликвидационной стоимости предприятия (LV – Liquidation Value) – применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим. Это отражается в информации о низких или даже отрицательных доходах на активы, что служит показателем экономического устаревания данного бизнеса. Ликвидационная стоимость представляет собой денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной распродаже его активов после расчетов со всеми кредиторами.

Применение затратного подхода необходимо в двух случаях.

Во-первых, затратный подход незаменим при оценке некотирующихся компаний, чаще всего зарегистрированных в форме ООО, АО/ЗАО которые, как правило, имеют непрозрачные финансовые потоки.

Во-вторых, применение затратного подхода вкупе с другими подходами, и прежде всего доходным, позволяет принимать эффективные инвестиционные решения. Далее приведены два примера.

Предполагается, что субъект хозяйственного права (физическое или юридическое лицо) является собственником компании. Пусть оценка стоимости предприятия, осуществленная методом ликвидационной стоимости, составила 100 денежных единиц, тогда как оценка стоимости, произведенная на основе доходного подхода, составила 80 денежных единиц. В этой ситуации ясно, что владение предприятием при существующем статус-кво нецелесообразно с экономической точки зрения – надо либо ликвидировать его, распродав активы, либо осуществить реструктуризацию.

Известно, что инвестор, анализируя деятельность одного предприятия, получил две оценки его стоимости: 500 денежных единиц согласно методу накопления активов и 700 денежных единиц согласно доходному подходу. В такой ситуации при условии реалистичности прогнозов ожидаемых денежных



потоков используемых в доходном подходе можно сделать вывод о том, что деятельность этого предприятия является успешной: предприятие зарабатывает (а не проедает) добавочную стоимость, что и отражает результат оценки доходным подходом. Таким образом, применение затратного подхода оправдано и необходимо, как в случаях затруднительности применения иных подходов, так и для целей принятия инвестиционных решений.

Альтернативным является сравнительный (рыночный) подход. Сравнительный подход, в отличие от затратного, базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей. Данный подход предусматривает использование информации по аналогичным компаниям, для которых имеются достоверные сведения о стоимости пакетов их акций и/или долей. Такая информация может использоваться в качестве ориентиров при оценке компаний как открытого, так и закрытого типов. В рамках данного подхода могут применяться следующие методы:

Метод рынка капитала, который базируется на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в использовании, как правило, фактической информации, а не прогнозных данных, которым присуща неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий. Выбор сопоставимых предприятий осуществляется исходя из анализа сходных предприятий по отрасли, продукции, диверсификации продукции (услуг), жизненному циклу, географии, размерам, стратегии деятельности, финансовым характеристикам (рентабельности, темпам роста и пр.). Метод определяет уровень стоимости неконтрольного пакета акций.

Метод сделок (продаж) является частным случаем метода рынка капитала. Он основан на ценах приобретения контрольных пакетов акций сходных предприятий либо цен приобретения целых аналогичных предприятий. Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках. Этот метод может применяться при определении стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием.

Метод отраслевых коэффициентов основан на специальных формулах и ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях производства. Формулы и ценовые показатели выводятся эмпирическим путем из данных о продажах предприятий. Используется для ориентировочных оценок предприятий при проведении экспресс-оценок.

Сравнительный подход (на основе оценочных мультипликаторов) особенно эффективен в случае существования активного рынка сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, использование данного подхода базируется на основе достоверной информации о недавних продажах сопоставимых объектов. Действенность такого подхода снижается, если сделок было мало и моменты их совершения и оценки разделяет продолжительный период, если рынок находится в аномальном состоянии, так как быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей.

Наиболее часто при оценке бизнеса предприятий применяется доходный подход. Он представляет собой процедуру оценки стоимости, исходя из принципа непосредственной связи стоимости бизнеса предприятия с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и/или возможной дальнейшей ее продажи. В рамках доходного подхода существуют такие методы как метод дисконтированных денежных потоков (DCF), метод капитализации потоков, метод добавленной экономической прибыли (метод EVA), метод Эдвардса-Белла-Ольсона (Модель ЕВО), метод преимущества в прибыли и др.

Еще одним относительно недавно появившимся способом оценки является опционный подход. Он основан на представлении о том, что акционерный капитал компании может быть представлен и оценен как колл-опцион на активы компании при ее ликвидации (и выплате обязательств), создающей эквивалент исполнения опциона. Идея применения опционного подхода основана на существующей вероятности роста стоимости активов относительно стоимости обязательств в период до момента погашения обязательств (возможности, обусловленные изменениями рыночной конъюнктуры, технологическими новациями и управленческими решениями) и недопущении превышения стоимости обязательств над стоимостью активов. Последнее вытекает из принципа ограниченной ответственности, который защищает акционеров-держателей обыкновенных акций публичных компаний в случае, если стоимость фирмы окажется меньше, чем стоимость непогашенного долга; инвесторы не могут потерять больше своего размера их инвестиций в фирму. Применение опционного подхода во многих случаях дает ответ на вопрос, почему невыгодные на первый взгляд инвестиции могут оказаться на самом деле выгодными: этот метод позволяет учитывать будущие возможности, обусловленные сегодняшними инвестициями.

Этот подход целесообразно применять в случаях, когда:

- 1) компании испытывают тяжелые времена и имеют большую вероятность банкротства;
- 2) компании имеют ограниченное количество непогашенных долговых выпусков;
- 3) дисперсия стоимости активов может быть получена с приемлемой точностью.

Надежность и достоверность опционного подхода определяется точностью и обоснованностью определения его основных компонентов: стоимости активов, дисперсии стоимости активов, суммарного номинала обязательств, времени до истечения, безрисковой ставки процента.

Отдельно следует остановиться на особенностях оценки таких нематериальных активов, как лицензии и права пользования. Дело в том, что традиционный бухгалтерский учет не в состоянии адекватно отразить ценность прав пользования природными месторождениями, поскольку, с одной стороны, в балансе отражаются лишь активы, которыми владеет предприятие, тогда как, согласно юридическим нормам, месторождениями не владеют отдельные компании (они принадлежат государствам) – они ими пользуются на возмездной основе; с другой стороны, права пользования, как правило, практически никогда не отражаются и на забалансовых счетах большинства предприятий, одной из причин чему является отсутствие адекватных способов их оценки (ведь, как известно, отражаемая в бухгалтерском учете величина стоимости должна соответствовать либо цене приобретения соответствующего актива, либо рыночной стоимости, оцененной профессиональным оценщиком; поскольку месторождения не приобретаются, все дело в оценщиках и их оценочной методологической базе). Определенный прогресс в этом направлении был достигнут относительно недавно, когда стали использовать новый оценочный подход – опционный. Его теоретическая база была заложена в 1972 г. появлением формулы Блэка-Шоулса и развита в последствии в работах Рубинштейна (1978), Мертона (1983), Сигала (1985) и Пэддока (1993).

По мнению А. Дамодарана, для увеличения стоимости предприятия должны быть задействованы все его составные части. Например, за увеличение операционной эффективности отвечают операционные менеджеры и персонал: от цеховых профсоюзных уполномоченных до директоров заводов. Снижение потребности в оборотном капитале находится в зоне ответственности персонала по запасам и персонала по кредитам, а увеличение роста выручки – персонала по продажам и маркетингу. Созданием бренда занимается персонал по рекламе, снижением издержек финансирования – финансовый департамент. Стратегические команды, стратегические и финансовые аналитики обеспечивают увеличение соотношения «доходность капитала / коэффициент реинвестиций» и прочие конкурентные преимущества [22].

В качестве ключевых показателей А. Дамодаран предлагает использовать рентабельность вложенного капитала и коэффициент реинвестирования. Данный подход позволяет учитывать перспективы развития компании и интересы акционеров. Углубляясь в данный вопрос, становится очевидно, что рентабельность вложенного капитала отражает отдачу на вложенный капитал и определяет прибыль, а коэффициент реинвестирования позволяет учесть долю прибыли, которая в будущем будет направлена на инвестиции [19].

Данные показатели рассчитываются следующим образом:

$$ROIC = EBIT(1 - T)/(BD + BE), \quad (2)$$

$$RR = ((CE - D) - \Delta NCWC)/EBIT(1 - T), \quad (3)$$

Где ROIC – рентабельность капитала;

EBIT – прибыль до выплаты процентов и налогов;

T – ставка налога на прибыль;

BD – балансовая стоимость обязательств;

BE – балансовая стоимость акционерного капитала;

RR – коэффициент реинвестирования;

CE – капитальные затраты;

D – амортизация;

$\Delta NCWC$  – прирост чистого оборотного капитала.

Перемножая данные выражения, в правой стороне получим темп прироста капитала, как отношение приращения капитала к стоимости всего капитала.

Развитие концепции денежных потоков привело к созданию группы показателей. Чаще всего выделяют денежный поток для собственного и всего капитала.

Денежный поток для всего капитала = (Выручка в базовом периоде  $\times$  (1 + темп роста выручки)  $\times$  Рентабельность продаж  $\times$  (1 - ставка

налогообложения)) – капитальные вложения – прирост чистого оборотного капитала [23].

В середине 80-х годов фирма Stern Stewart Management Services разработала показатель EVA, основанный на традиционной концепции бухгалтерского учета остаточного дохода RI. Несколько позже компания McKinsey предложила по сути похожий метод экономической прибыли EP. Согласно концепции EVA стоимость бизнеса представляет собой балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих добавленных стоимостей. Разработчик этой модели Стерн Стюарт доказал наличие корреляции между величиной показателя EVA и рыночной стоимостью, изучив данное соотношение по 618 американским компаниям (1990 г.) [24].

Расчет EVA [25]:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C, \quad (4)$$

где NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) – прибыль после выплаты налогов,

WACC – средневзвешенная стоимость капитала,

C – инвестированный капитал.

$$EVA = (ROI - WACC) \times C, \quad (5)$$

где ROI (Return on Investment) – рентабельность инвестированного капитала.

EVA также является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении. Увеличивая значение EVA, путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер увеличивает стоимость компании.

При этом увеличение стоимости бизнеса возможно:

1) За счет увеличения дохода от реализации и уменьшения величины затрат. Это может достигаться различными способами – через управление издержками (стратегия лидерства по затратам), повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга, посредством управления бизнес-портфелем и т.д. (стратегия дифференциации), сокращение нерентабельных производств и т.п.

2) Путем расширения, то есть вложения средств в инвестиционные проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.

3) Путем повышения эффективности управления активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т.д.

4) Путем управления структурой капитала, ведущего к снижению средневзвешенной стоимости капитала, а, следовательно, к росту стоимости компании.

EVA является наиболее распространенным показателем для оценки процесса создания стоимости бизнеса. Причина этого в том, что данный показатель относительно легко рассчитывается, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений. Однако простота расчета самого показателя EVA сочетается с трудностями, связанными с внесением существенных поправок относительно составляющих модели. Наиболее значительными корректировками прибыли и величины капитала при расчете стоимости бизнеса на основе модели EVA являются:

– Стоимость части нематериальных активов (например, НИОКР), которые обеспечивают получение выгод в будущем; при расчете EVA должна капитализироваться, а не списываться в расходы. Таким образом, величина капитала должна быть скорректирована на величину капитализированных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть откорректирована величина NOPAT.

– Общая сумма отложенных налогов (deferred taxes) прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли.

– При расчете EVA необходимо измерить доход, генерируемый средствами, вложенными в предприятие. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленный гуд-вилл.

Показатель EVA имеет и недостатки. Прежде всего, на его величину существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала: если она занижена, то добавленная стоимость высока и наоборот. Это снижает объективность результатов расчета. Кроме того, корректировки балансовой величины инвестированного капитала вносят дополнительный субъективизм в оценку стоимости бизнеса, поскольку не отражают реальной рыночной ситуации.

Существенный недостаток модели заключается также и в том, что основная часть добавленной стоимости при применении предложенных формул приходится на постпрогнозный период. Чтобы уменьшить влияние этого негативного фактора на практике используют не абсолютные значения EVA, а ежегодные приросты этого показателя, что усложняет трактовки их результатов и снижает аналитическую ценность модели.

Показатель Market Value Added (MVA) – также очевидный критерий создания стоимости. С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

$$MVA = \text{Рыночная капитализация (рыночная стоимость акционерного капитала)} + \text{Рыночная стоимость долга} - \text{Совокупный инвестированный капитал (балансовая стоимость)} [25].$$

Стоимость бизнеса определяется как разница между рыночной стоимостью всего капитала компании и совокупным инвестированным капиталом.

В рамках данной модели оценка эффективности управления стоимостью основывается на следующих позициях:



– если рыночная капитализация / инвестированный капитал  $> 1$ , то есть MVA положительна, то рынок оценивает бизнес как бизнес, наращивающий стоимость (бизнес обладает положительным рыночным рейтингом и инвестиции в него выгодны),

– если  $ROIC / WACC > 1$ , то бизнес также создает стоимость и выгоден для инвестиций.

Однако оценка эффективности функционирования бизнеса, ориентированная только на эту модель таит в себе опасность: возможно, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе (например, программы сокращения затрат за счет масштабного сокращения бюджета НИОКР).

Грязнова А.Г и Федотова М.А. относят концептуально относят модель MVA к методам оценки и управления стоимостью, основанных на концепции EVA, и рассматривают MVA как модификацию (форму) модели EVA. Связь между рассматриваемыми показателями действительно существует. Так, например, рыночная стоимость, выраженная в показателе MVA, является, по сути, дисконтированной суммой всех будущих EVA [25].

Показатель Shareholder Value Added (SVA) – акционерная добавленная стоимость в работах Альфреда Раппапорта определяется как приращение между двумя показателями – стоимостью акционерного капитала после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции. А. Раппапорт разработал модель, описывающую изменение стоимости компании и учитывающую изменения периода конкурентных преимуществ, текущего уровня продаж, ставки налога на прибыль, инвестиций в оборотный капитал, чистых капитальных вложений, средневзвешенной стоимости капитала [23].

В современном финансовом подходе часто используется и несколько иная трактовка этой модели: SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного капитала.

Эти показатели заложены в предложенный им расчет критерия, который характеризует изменение стоимости компании – добавленной акционерной стоимости (SVA). Графически соотношение между целевыми показателями стоимости (FCF, NOPLAT, NI, ЭД и MVA).

Основным недостатком данной модели является трудоемкость расчетов и сложности, связанные с прогнозированием финансовых потоков.

Показатель Cash Flow Return on Investment (CFROI) – денежный поток отдачи на инвестиции.

В рамках данной модели денежный поток отдачи на инвестиции (CFROI) определяется в соответствии с формулой:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах}}{\text{скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах.}} \quad (7)$$

Расчет CFROI включает следующие этапы:

1) Выявление денежных притоков в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.

2) Расчет величины суммарных активов, которая будет выступать в качестве оттока денежных средств.

3) Корректировка, как оттоков, так и притоков на коэффициент инфляции, то есть приведение их к текущим ценам.

4) Внесение ряда поправок в расчетные величины для нивелирования искажений, вызываемых различными системами отчетности. (Например, для расчета денежных притоков чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д. Балансовая стоимость активов корректируется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д.)

5) Расчет CFROI в соответствии с формулой.

Если показатель CFROI превышает требуемый инвесторами средний уровень доходности, то бизнес создает стоимость; наоборот, если CFROI ниже требуемой доходности, то стоимость бизнеса будет снижаться.

Преимущество показателя CFROI – учет денежных потоков, генерируемых бизнесом, а также учет фактора инфляции (поскольку как денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, так и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах). Одним из главных недостатков модели является то, что результат выражается не в сумме созданной (или разрушенной) стоимости, а в виде относительного показателя, поэтому для некоторых нефинансовых менеджеров интерпретация данного показателя может не быть столь же ясной, как, например, EVA. Кроме того, расчет показателя CFROI достаточно сложен, поскольку необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

Показатель (CVA, RCF) используется в качестве отдачи от инвестированного капитала денежные потоки и учитывает (в отличие от показателя CFROI) в явном виде затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников (средневзвешенную цену капитала). Расчет CVA (RCF) проводится в соответствии с формулой:

$$RCF = AOCF - WACC * TA, \quad (8)$$

где RCF – Residual Cash Flow – денежная добавленная стоимость,

AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток,

WACC – средневзвешенная стоимость капитала,

TA – суммарные скорректированные активы (корректировки, вносимые при расчете указанных величин аналогичны тем, которые рассматривались при анализе концепции EVA).

Собственнику компании следует учесть, что подобная многоуровневая система демонстрирует зависимость факторов более высокого уровня от факторов более низкого уровня и показывает, каким образом показатель стоимости связан с текущей деятельностью. Например, совершенствование бизнес-процессов может привести к снижению текущих издержек компании. Это способствует росту операционной прибыли и повышению рентабельности всей деятельности и вложенного капитала.

## **2 Исследование ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании**

### **2.1 Ключевые факторы управления стоимостью компании**

Существует огромное разнообразие определение термина «фактор». Соответствуя тематики исследования, наиболее подходящее определение: (от лат. factor – делающий, производящий), причина, движущая сила какого-либо процесса, явления, определяющая его характер или отдельные его черты.

Эффективность управления стоимостью достигается при правильном построении процесса управления, где все стремления предприятия, методы и приемы направлены к одной общей цели: максимизировать стоимость, строя при этом процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. Создание и внедрение процесса управления стоимостью основано на выявлении главных факторов стоимости, отборе тех из них, на которые может быть оказано влияние и по отношению к которым, чувствительность стоимости предприятия наиболее максимальна. Предназначение факторов

стоимости заключается в том, чтобы выделить ключевые и определить зависимость изменения величины стоимости от них [26].

Фактор стоимости предприятия – это некая переменная, от которой зависит результативность предприятия (например, эффективность производства или удовлетворение потребностей) и которая влияет на стоимость предприятия.

Процесс определения факторов стоимости Т. Коупленд подразделяет на три стадии: распознавание, установление приоритетов и институционализация. На стадии распознавания необходимо составить схему параметров стоимости, которые выявят систематическую связь элементов предприятия с процессом создания стоимости, а затем свести ее в единую схему. Установление приоритетов предполагает определение факторов стоимости, наиболее сильно оказывающих влияние на стоимость. Стадия институционализации основана на установлении факторов стоимости в систему измерения стоимости.

Единицей измерения факторов стоимости становятся показатели деятельности. При выявлении факторов стоимости учитываются как финансовые, так и нефинансовые показатели деятельности предприятия. Нефинансовые показатели должны служить определяющим показателем эффективности, а финансовые – должны суммировать результаты по мере их поступления. При этом в финансовых показателях отражены результаты эффективности в прошлом, значит, они больше обращены на прошлое, чем на будущее. Финансовые показатели отражают только лишь результаты деятельности предприятия, не раскрывая пути их достижения. Финансовые показатели не дают возможность проконтролировать эффективность инвестирования, но помогают проведению внешних сравнений, если имеются данные соответствующих показателей среднеотраслевых значений или значений в аналогичных предприятиях. Нефинансовые показатели более сложные и всеобъемлющие и должны предсказывать будущие финансовые результаты.

Нефинансовые показатели – это долгосрочные показатели, которые дают результаты не сразу, а только после завершения определенного периода

деятельности предприятия. Нефинансовые показатели носят описательный характер, характеризуют процессы функционирования и напрямую не оказывают воздействие на формирование стоимости. Их нельзя сравнить со среднеотраслевыми значениями. Они характеризуют предприятие и дают основу для расчета финансовых показателей. Поэтому, финансовые и нефинансовые показатели необходимо использовать в совокупности друг с другом [31].

При различном разделении факторов на группы, большинство отечественных и зарубежных авторов выделяют внешние и внутренние факторы стоимости, которые состоят из финансовых и нефинансовых показателей. Факторы отражают социально-экономический уровень развития страны, региона, уровень развития отрасли, в которой предприятие функционирует, а также его текущее состояние и перспективы развития. Выявление и отслеживание их изменения и влияния на стоимость требует тщательной и основательной обработки.

Для каждого предприятия такие факторы будут индивидуальны. Единство мнений отечественных и зарубежных авторов прослеживается и в том, что рассмотрение факторов стоимости необходимо производить в комплексе друг с другом, устанавливая их взаимосвязь и взаимозависимость. Данный факт, безусловно, дает потенциал к решению вопросов о максимизации стоимости, но не может составить объективной основы управления стоимостью предприятия, и позволить подойти к решению проблем управления стоимостью более обоснованно и эффективно, в виду сложности определения соподчинённости, всех выявленных факторов стоимости.

Согласно Т. Коупленду правильное определение факторов стоимости требует соблюдение трех принципов:

- факторы стоимости должны быть непосредственно связаны с созданием стоимости для акционеров и доведены до всех уровней предприятия (всех звеньев организационной структуры);

– факторы стоимости должны быть выражены не только в финансовой, но и в операционной форме;

– факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста.

Анализ факторов стоимости должен выявить параметры, от которых зависит рост рентабельности от затрат на капитал, так же как и повышение текущей рентабельности инвестированного капитала.

Необходимо строить работу по эффективному использованию таких факторов, которые оказывают наибольшее влияние на стоимость. Общие факторы стоимости одинаково хорошо применимы почти ко всем деловым единицам, но они не эффективны, если не используются на всех уровнях предприятия.

Выявление факторов стоимости может оказаться для предприятия нелегким процессом, так как это требует индивидуального рассмотрения каждого производственного уровня. А системы отчетности предприятий не приспособлены для того, чтобы обеспечивать нужную, для выявления факторов стоимости, информацию. С помощью аналитических данных, основанных лишь на информации отчетностей всех уровней предприятия, невозможно определять достаточное количество ключевых факторов стоимости.

Факторы стоимости необходимо рассматривать в комплексе друг с другом. Например, такой фактор, как повышение цены на товары (услуги) может существенно увеличить стоимость, но может и снизить, если повлечет за собой потерю значительной доли рынка. По этой причине при выявлении взаимосвязи между факторами стоимости необходимо рассматривать несколько вариантов их влияния (как правило, это оптимистический и пессимистический) на дальнейшее развитие предприятия. Согласование факторов стоимости с решениями позволяет сформировать структуру стоимости, которая в свою очередь облегчает принятие правильных долгосрочных решений [29].

В зависимости от того, на каком этапе жизненного цикла находится предприятие, используют различные стратегии для максимизации прибыли и

стоимости предприятия, тем самым факторы создания стоимости будут различны. Часть факторов оказывает сильное влияние на стоимость предприятия, однако их улучшение может потребовать значительных ресурсов и времени. Так, далеко не на всех рынках допустимо свободное манипулирование ценой, которое позволяло бы воздействовать на финансовые результаты предприятия. Часто цена диктуется рынком, и ее изменение происходит независимо от воли руководства предприятия. Необходимо учитывать этот факт, определяя для каждого финансового показателя стоимости процент возможного изменения в будущем, и максимально возможное изменение стоимости под воздействием иных рассматриваемых факторов стоимости [28].

К финансовым показателям с точки зрения волатильности могут быть отнесены расходы на закупку сырья и материалов, цена продукции. Данные показатели также диктуются рынком, их влияние в разное время может быть неоднородным и не исключено, что они скажутся на финансовой устойчивости предприятия неблагоприятным образом [30].

Необходимо проводить ранжирование факторов по степени значимости. Выявление и отслеживание изменения факторов, и их влияния на стоимость требует тщательной и основательной обработки [33]. Факторы, влияющие на стоимость компании, представлены на рисунке 3.

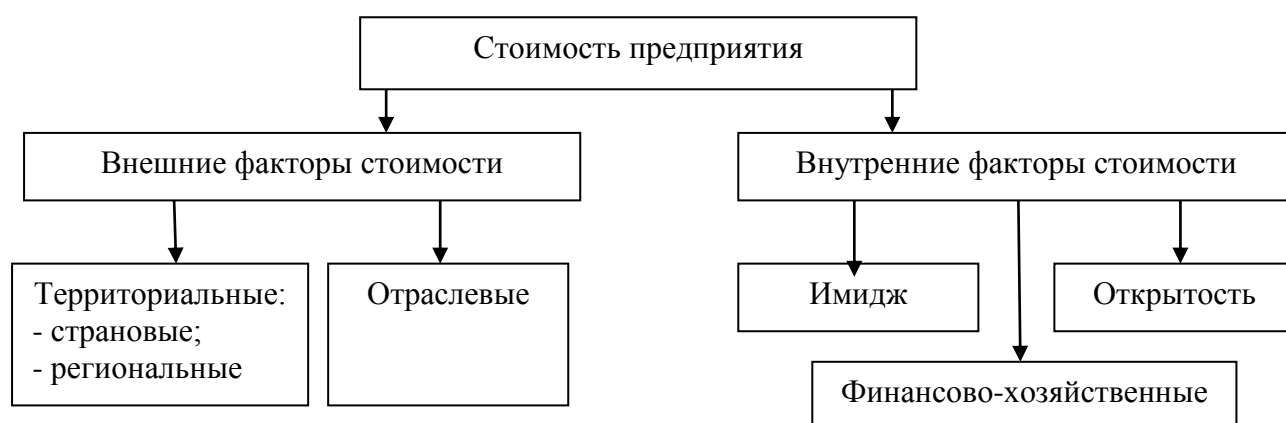


Рисунок 3 – Факторы, влияющие на стоимость компании



Внешние факторы: факторы развития страны, региона, отрасли. Факторы развития страны – это основные факторы, характеризующие текущее состояние и прогнозы развития, оказывают сильное влияние на формирование стоимости предприятия. Наиболее значимые факторы: ВВП, индекс потребительских цен, темпы инфляции, уровень экспорта/импорта продукции, изменение мировых цен, уровень инвестиций, уровень политической стабильности; стратегические программы правительства, колебания курсов валют, изменение процентных ставок, уровень средней заработной платы, уровень безработицы в стране. Кроме того, такие факторы как индекс потребительских цен, темпы инфляции, уровень инвестиций, уровень средней заработной платы, уровень безработицы, необходимо рассматривать не только в отношении страны, но и относительно регионов, в которых функционирует предприятие [31].

Данные факторы формируют мнение об уровне развития и инвестиционной привлекательности территории расположения предприятия: страны, региона. Следующим уровнем внешних факторов выделим отрасль, к которой относится предприятие, особенности и перспективы ее развития. Отраслевые факторы обуславливают особенности деятельности предприятия, влияя на его инвестиционную привлекательность, ликвидность, рыночную стоимость. Вместе с этим, среднеотраслевые данные могут не совпадать с данными конкретного предприятия, поэтому, их необходимо корректировать в соответствии с особенностями функционирования предприятия. Большинство российских предприятий проблему конкурентоспособности сводят к конкурентоспособности товаров. Однако при формировании политики управления стоимостью необходимо учитывать именно конкурентоспособность предприятия в целом, а не товаров в отдельности, так как именно конкурентоспособность предприятия применима к достаточно длительному периоду жизненного цикла предприятия.

Вышеперечисленные факторы, отражающие состояние и развитие страны, региона, отрасли необходимо рассматривать не только на текущий момент, но и с точки зрения долгосрочной перспективы, то есть учитывать

прогнозные оптимистический и пессимистический варианты дальнейшего их изменения. Таким образом, совокупное влияние внешних факторов обуславливает инвестиционную привлекательность страны, региона, отрасли предприятия. Низкая инвестиционная привлекательность отрицательно влияет на рыночную стоимость предприятий. Низкая рыночная стоимость (недооцененность) предприятий может быть вызвана тем, что риск вложения средств инвесторов в страну (регион) с низкой инвестиционной привлекательностью высок. В этих условиях действия самих предприятий, направленные на инвестиционную привлекательность, являются недостаточными. Необходимы мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности страны, что приведет и к повышению привлекательности отдельных регионов, отраслей, а вместе с этим и к повышению привлекательности самих предприятий [32].

Внутренние факторы отражают деятельность предприятия. Основными внутренними факторами, влияющими на формирование стоимости предприятия, являются факторы, отражающие финансово-хозяйственное состояние предприятия, имидж предприятия и степень его открытости [27].

Эффективность системы бизнеса отражают нефинансовые показатели процесса функционирования предприятия, которые включают в себя историю создания предприятия, организационно-правовую структуру, распределение собственного (акционерного) капитала между учредителями (акционерами), производственные мощности, долю предприятия на рынке, лицензирование деятельности, наличие зарегистрированных нематериальных активов (патенты, товарные знаки).

Хозяйственный процесс всегда связан с множеством событий, имеющих объективный и субъективный характер, влияние которых может проявляться и учитываться в управленческом процессе по-разному. Некоторые события немедленно отражаются на состоянии имущества и обязательствах предприятия, другие изменяют их потенциально. Текущая деятельность предприятия, обоснование инвестиционного решения, выбор источника

финансирования и другие подобные действия не затрагивают имущественного и финансового положения предприятия непосредственно, но их необходимо квалифицировать как факты хозяйственной жизни и, безусловно, учитывать при формировании факторов стоимости предприятия. Имидж оказывает значительное влияние на развитие предприятия. Создание и укрепление имиджа происходит в течение длительного периода времени, с учетом истории деятельности предприятия. Положительный имидж, степень узнаваемости предприятия формируется, в первую очередь за счет качества и гарантий. Чем более узнаваемо предприятие, чем больше положительных отзывов о его деятельности, тем оно наиболее сильное в конкурентной борьбе [33].

Производственный потенциал предприятия определяет перспективу и горизонт развития предприятия. Он оказывает существенное влияние на формирование рыночной стоимости предприятия. Как показывает практика, большинство российских промышленных предприятий создано на базе советских государственных предприятий, с имеющейся материально-технологической базой. Основная часть таких предприятий не имеют возможности внедрения инновационных процессов, обновления основных фондов, улучшения технологического процесса, увеличения производственной мощности, в связи с отсутствием достаточного количества денежных средств. Результатом данных обстоятельств является низкое качество продукции и снижение спроса на данную продукцию. Таким образом, предприятия, не имеющие возможности обновления технологического процесса, в соответствии с научно-техническим прогрессом, являются неэффективными, чаще всего темпы роста расходов превышают темпы роста доходов [26].

Рыночная стоимость таких предприятий может снижаться в короткий период времени на значительную величину. Производственный потенциал предприятия создается наличием лицензий, нематериальных активов, основных фондов, уровнем запасов, технологическим процессом, производственной мощностью [33].

Наряду с вышеперечисленными внутренними факторами выделим факторы, отражающие степень открытости предприятия. При рассмотрении степени влияния открытости предприятия на стоимость, к закрытым предприятиям относим все предприятия, акции которых не обращаются на фондовом рынке или не выпускаются по определению. Данные факторы рассматривают условия распределения акционерного (уставного) капитала, размер пакета акций (доли в уставном капитале), его распыленность, контрольность, ликвидность предприятия. Кроме этого, на величину стоимости предприятий открытого типа оказывают влияние такие факторы, как наличие спроса и предложения на акции предприятия, активность рынка, влияние государства, выступающего в качестве акционера. Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость предприятия, является показатель ликвидности предприятия. Ликвидность включает в себя и ликвидность рынка, ликвидность активов и ликвидность самого предприятия. Фактор ликвидности оказывает достаточно сильное влияние на рыночную стоимость предприятия. Повышение ликвидности ведет к увеличению рыночной стоимости предприятия [26].

На основании вышеизложенной информации, существует прямая взаимосвязь между стоимостью предприятий и экономическими факторами, такими как благосостояние населения, валовой внутренний продукт, производительность труда, уровень занятости. Предприятие создает свою стоимость под влиянием внешних факторов, и его деятельность непосредственно зависит от их колебания. При этом динамика развития предприятия, его финансовые показатели, спрос на продукцию создают базу для определения состояния и развития отрасли, в которой задействовано предприятие [34].

В свою очередь, факторы развития отрасли влияют на экономические факторы, формирующие в итоге положение региона, страны. Таким образом, совокупность внешних и внутренних факторов изменяясь в течение времени, влияет на стоимость предприятия и, вместе с этим формирует развитие отрасли,

региона, страны. Факторы, создающие стоимость между собой тесно переплетаются и взаимосвязаны. Рассматривать влияние факторов на стоимость обособленно друг от друга не целесообразно, это может привести к неправильным конечным результатам. Влияние факторов на стоимость предприятия различно для каждого предприятия, и зависит от специфики деятельности предприятия, этапа жизненного цикла, особенностей управления. Как советуют, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин для того, чтобы видеть общую картину деятельности предприятия и глубинные причины возникновения проблем, достаточно пяти – десяти ключевых факторов стоимости, верхний предел может достигать двадцати [31].

При использовании более 20 факторов стоимости, предприятие может столкнуться с трудностями при выборе тех, которым следует уделять основное внимание. Главной ступенью в этапе выявления факторов, влияющих на стоимость, является выработка мнения о положительном или отрицательном влиянии факторов на стоимость предприятия. Обозначить степень влияния факторов возможно только при более детальном тщательном рассмотрении и изучении деятельности предприятия, в результате которого предлагается из всего множества факторов выделять и в дальнейшем учитывать не более 20 ключевых. Анализируя деятельность предприятия, и сравнивая факторы стоимости необходимо отвечать на вопрос, какой из факторов имеет наибольшее воздействие на развитие предприятия (метод парных сравнений), и дать им оценку. Для простоты и удобства работы в дальнейшем с выбранными факторами необходимо произвести «оценку», приписывая категориям численные значения – баллы [35]. Шкала значимости представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Шкала стратегической значимости влияния факторов на стоимость компании

Степень влияния факторов	Баллы
Низкая	1
Ниже средней	2

Средняя	3
Выше средней	4
Высокая	5
Очень высокая	6

Данная шкала позволяет из всего множества факторов выделить ключевые, обработка которых в дальнейшем необходима для формирования стоимости предприятия. В результате ранжирования предлагается использовать предпочтительно, категории: «выше средней», «высокая» и «очень высокая», то есть 4 и более баллов. При работе с факторами стоимости использование автоматизированных систем не является предпочтительным фактом, так как не дает возможности рассмотреть всю цепочку влияния факторов друг на друга, а, значит и их влияния на стоимость. Таким образом, может сработать принцип GIGO - «мусор на входе - мусор на выходе», при котором компьютерная обработка данных сама по себе не делает получаемые результаты более достоверными. Факторы стоимости напрямую зависят от качества и количества имеющейся информации: чем более полная информация имеется, тем ранжирование факторов по значимости, оказывающих влияние на стоимость предприятия сегодня и в перспективе, будет более точным [33].

Задачей данного раздела исследования является выявление ключевых факторов управления стоимостью компании, непосредственное влияние на которые даст определенные изменения.

Ключевые факторы управления стоимостью дают возможность эффективной разработки системы управления на основании добавленной стоимости компании.

Анализируя разнообразие ключевых факторов стоимости компании, можно предположить, что факторами управления стоимостью компании являются внутренние факторы, формирующие стоимость компании, относящиеся к группе: имидж, открытость, финансово-хозяйственные факторы.

Далее в работе основной ключевых факторов управления будут приняты финансово-хозяйственные факторы, так как на больших капиталоемких

предприятиях традиционных отраслей промышленности они имеют наибольший удельный влияния на систему управления компании.

## **2.2 Анализ и особенности развития электроэнергетической отрасли**

В результате реформирования российской электроэнергетики, в ходе которой в 2008 году была упразднена монопольная структура отрасли в лице ОАО РАО «ЕЭС России», отрасль получила разделение на естественно-монопольные (передача, распределение электроэнергии) и конкурентные (производство и сбыт) виды деятельности. Сформирована двухуровневая система рынков: оптовый и розничный рынок.

До 2006 г. оплата электроэнергии и мощности электростанций на оптовом рынке проходила по двуставочному тарифу ФСТ России. С 01.09.2006 г. – была введена модель регулируемых договоров (регулируемые государством цены), в результате которой энергия и мощность по ее генерации стали отдельными объектами торговли. По сути, был введен рынок мощности. С 01.07.2008 г. действует модель рынка мощности переходного периода, позволяющая торговать мощностью по свободным (нерегулируемым государством) ценам в целях либерализации рынка.

Оптовый рынок функционирует на территории регионов, объединенных в ценовые зоны. Участниками оптового рынка могут выступать генерирующие компании, операторы, сбытовые, сетевые компании, крупные потребители. Получение статуса участника оптового рынка, правила оптового рынка, правила определения максимальной и минимальной цены на мощность и другие параметры регулируются законодательством [36].



Рисунок 4 – Ценовые зоны оптового рынка электроэнергии и мощности РФ

В 2016 г. по сравнению с 2015 г. электропотребление в Российской Федерации выросло на 1,7%. Индекс промышленного производства в 2016 г. по данным Росстата увеличился на 1,1%, в то время как в 2015 г. индекс промышленного производства по сравнению с 2014 г. упал на 3,4%, а электропотребление осталось практически на том же уровне, как в 2014 г.

Производство электроэнергии электростанциями в 2016 г. выросло на 2,1%.

Максимальное потребление мощности в ЕЭС России в декабре 2016 г. составило 151,1 ГВт, что выше максимума 2015 года на 2,5%.

Средневзвешенный уровень фактических цен электрической энергии на розничных рынках электроэнергии в 2016 г. составил 3,00 руб./кВт·ч.

Темп роста цены по отношению к уровню 2015 г. составил 7,6%, и представлен в таблице 1. Накопленная инфляция в 2016 г. зафиксирована Росстатом на уровне 5,38%, что на 7,53 п.п. ниже, чем в аналогичном периоде 2015 года [37].

Таблица 1 – Средневзвешенные цены электроэнергии РРЭ и уровень инфляции

	2016	2016/2015
Средневзвешенная цена электроэнергии, руб./кВт×ч	3,00	+7,6 %
Уровень инфляции	5,38 %	-7,53 п.п.



В среднем за 2016 г. средняя цена РСВ в 1-й ЦЗ составила 1 153,0 руб./МВт·ч и увеличилась на 4,2%, во 2-й ЦЗ – 809,6 руб./МВт·ч и снизилась на 6,1% к аналогичному периоду 2015 г.

На 1 января 2017 г. задолженность участников оптового рынка электроэнергии и мощности (ОРЭМ) в ценовых и неценовых зонах рынка перед поставщиками электрической энергии и мощности составила 60,5 млрд. руб. и увеличилась по сравнению с её уровнем на 1 января 2016 г. на 7,8 млрд. руб. или на 14,9%.

Задолженность потребителей электроэнергии перед гарантирующими поставщиками и энергосбытовыми компаниями на розничных рынках электроэнергии достигла 210,2 млрд. руб. и увеличилась по сравнению с её значением на 1 января 2016 г. на 29,9 млрд. руб. или на 16,6%. Темп роста задолженности на розничных рынках электроэнергии в 2016 г. остался неизменным по сравнению с 2015 г. Федеральный закон от 3 ноября 2015 г. N 307-ФЗ о повышении платежной дисциплины потребителей энергетических ресурсов не привел к снижению темпов роста задолженности в связи с неготовностью подзаконных нормативных правовых актов.

Объем электропотребления в 2016 г. составил 1 054,5 млрд. кВт·ч, что на 1,7% больше объема электропотребления в 2015 г.

В сопоставимых температурных и календарных условиях объем электропотребления в 2016 г. превысил электропотребление в 2015 г. на 0,4%.

Индекс промышленного производства, по данным Росстата, в 2016 г. увеличился на 1,1% по сравнению с прошлым годом. В 2015 г. по сравнению с 2014 г. индекс промышленного производства снижался на 3,4%.

Максимальное потребление мощности в 2016 г. зафиксировано 20.12.2016 г. при среднесуточной температуре наружного воздуха -15,8°C. Значение максимального потребления мощности составило 151,1 ГВт, что на 3,7 ГВт (или на 2,5%) выше максимального потребления мощности в 2015 г. [37].

Таблица 2 – Электропотребление в Российской Федерации

млрд. кВт

	2014	2015	2016	2015/ 2014, %	2016/ 2015, %	2015/ 2015, в соп. усл. %
Европейская часть и Урал	783,06	779,25	793,29	-0,49	1,80	0,60
Сибирский ФО	213,74	213,01	215,61	-0,34	1,20	-0,30
Дальневосточный ФО	43,60	44,16	45,24	1,30	2,40	1,60
Итого	1040,40	1036,42	1054,54	-0,38	1,70	0,40

В 2016 г. увеличение электропотребления к уровню 2015 г. отмечено в 62 энергосистемах субъектов Российской Федерации. В 7 из них прирост электропотребления превысил 5% к прошлому году. В большинстве регионов это было вызвано существенными отклонениями температуры наружного воздуха относительно 2015 г. Исключение составили энергосистема Красноярского края, где прирост электропотребления на 5,59% в значительной степени вызвано структурными изменениями, а так же энергосистема Крыма и г. Севастополя. Прирост электропотребления в этой энергосистеме на 6,02% объясняется восстановлением нормального энергоснабжения в регионе со снижением числа и объемов отключений нагрузки потребителей.

Снижение электропотребления к уровню 2015 г. отмечено в пятнадцати субъектах Российской Федерации.

Наибольшее снижение электропотребления – на 2,9% отмечено в Чукотском АО. Это снижение произошло на фоне сниженной относительно 2015 года температуры наружного воздуха в январе, ноябре и декабре и повышенного температурного уровня в феврале, апреле и июле 2016 года.

В 2016 г. по сравнению с 2015 г. производство электроэнергии в России увеличилось на 2,1%.

Таблица 3 – Производство электрической энергии

млрд. кВт

Тип электростанции	2014	2015	2016	2015/ 2014, %	2016/ 2015, %

ТЭС	692,4	684,8	688,8	0,24	2,10
ГЭС	174,5	169,9	186,7	-2,64	9,80
АЭС	180,5	195,2	196,4	8,14	0,60
Итого	1047,4	1049,9	1071,8	0,24	0,60

В 2016 г. вследствие значительного роста электропотребления увеличено производство электрической энергии всеми электростанциями: тепловыми, гидравлическими и атомными [37].

В целом по отрасли преобладает благоприятная обстановка, о чем свидетельствует рост отраслевого индекса на 71 % за 2016 год. Высокие капитальные затраты снижаются, долг сокращается, некоторые компании уже в чистой денежной позиции, и в результате компании имеют солидный FCF, которого не было несколько лет в силу отсутствия интенсивных инвестиций. Соответственно, с 2015 года возобновились солидные дивидендные выплаты. Эта парадигма абсолютно отличается от той, которая много лет давила на рыночную капитализацию сектора [38].

Объектом данного диссертационного исследования является электросетевая компания, в этой связи стоит учитывать особенности и проблематику именно данного направления электроэнергетической отрасли.

Несмотря на ожидаемый тренд снижение капитальных вложений в отрасли, сетевые компании в лице ПАО «Россети» будут продолжать оставаться основными драйверами капитальных затрат отрасли. На основании этого, можно предположить, что FCF электросетевых компаний расти не будет.

Одной из самых острых проблем развития отрасли является платежная дисциплина.

На 1 января 2017 г. общая задолженность участников оптового рынка электроэнергии и мощности (ОРЭМ) в ценовых и неценовых зонах рынка перед поставщиками электрической энергии и мощности составила 60,5 млрд руб. По сравнению со значением на 1 января 2016 г. задолженность увеличилась на 7,8 млрд руб. или на 14,9%. Темп роста задолженности на ОРЭМ в 2016 г. сложился на 1,7% выше, чем в 2015 году.

На 1 января 2017 г. общая задолженность потребителей электроэнергии перед гарантирующими поставщиками и энергосбытовыми компаниями (ГП+ЭСК) на розничных рынках электроэнергии (РРЭ) на 1 января 2017 г. составила 210,2 млрд. руб. По сравнению со значением на 1 января 2016 г. задолженность увеличилась на 29,9 млрд. руб. или на 16,6%. Темп роста задолженности на розничных рынках электроэнергии в 2016 г. сложился практически на том же уровне, как в 2015 году [36].

Долговая нагрузка сектора остается по-прежнему на высоком уровне, хотя генерирующие компании ощутимо снижают ее в силу прохождения пика инвестиционного цикла. В результате некоторые компании либо не имеют долга, либо ощутимо его снизили. Долговая нагрузка проанализирована с помощью коэффициента «чистый долг/EBITDA» и представлена на графике 1.

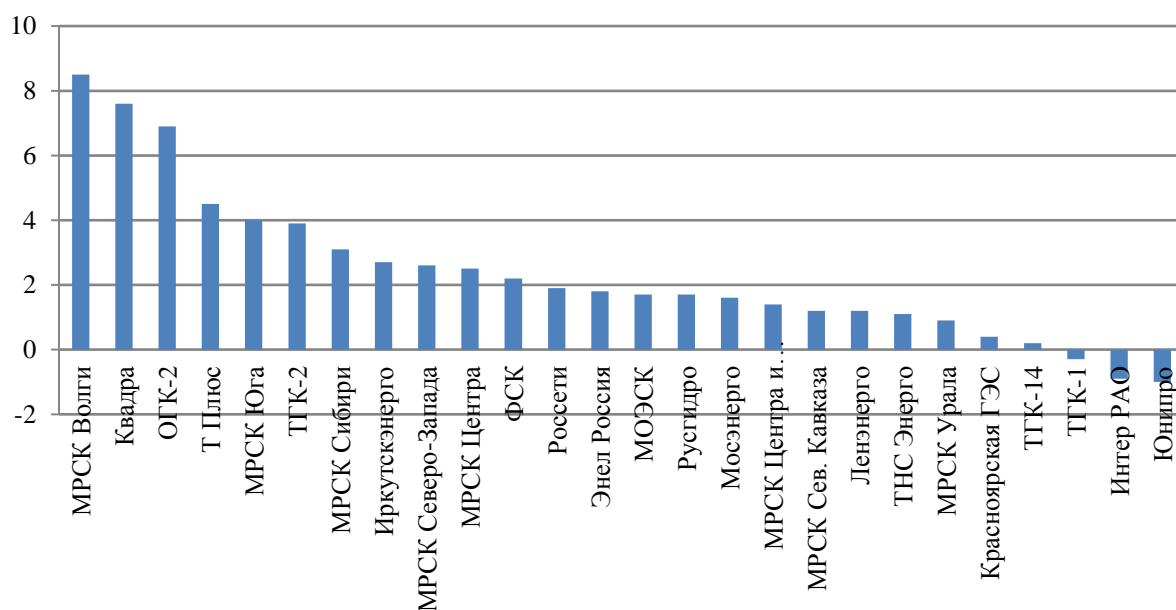


График 1 – Коэффициент долговой нагрузки основных участников отрасли

Анализируя данный график, становится очевидным, что в основном долговая нагрузка отрасли приходится на предприятия электросетевого комплекса, в которых из года в год проводятся масштабные капитальные вложения [31].

Электросетевой комплекс страны представлен компанией ПАО «Россети» – оператор энергетических сетей в России, одна из крупнейших электросетевых

компаний в мире. Компания управляет 2,3 млн. километров линий электропередачи, 496 тыс. подстанциями трансформаторной мощностью более 773 тыс. МВА.

В 2016 году полезный отпуск электроэнергии потребителям составил 742,7 млрд. кВт·ч. Численность персонала Группы компаний «Россети» - 216 тыс. человек.

Консолидированная выручка группы в 2016 году составила 904 млрд. рублей, что на 17,9% больше показателя 2015 года. При этом достигнута рекордная чистая прибыль в размере 98,3 млрд. рублей, что на 20,5% выше, чем годом ранее.

Имущественный комплекс ПАО «Россети» включает в себя 36 дочерних и зависимых общества, в том числе 14 межрегиональных и магистральную сетевую компанию. Контролирующим акционером является государство в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом РФ, владеющее 87,9 % долей в уставном капитале.

ПАО «Россети» – ведущая компания на российском рынке по внедрению инновационных технологий в магистральном и распределительном электросетевом комплексе. Компания уделяет большое внимание вопросам энергосбережения, энергоэффективности, международного сотрудничества, защиты окружающей среды и охраны труда [39].

Разработанная в 2014 г. в ПАО «Россети» «Политика инновационного развития...» [40] устанавливает приоритеты:

- для магистрального электросетевого комплекса — поддержание и развитие инфраструктуры, позволяющей обеспечить выдачу мощности станций и передачу электрической энергии в распределительные сети, а также обеспечение энергетической целостности (безопасности) государства;

- для распределительного электросетевого комплекса — долгосрочное обеспечение надежного, качественного и доступного энергоснабжения потребителей за счет организации максимально эффективной инфраструктуры.

Стратегическими целями развития ПАО «Россети» являются:

— снижение уровня потерь электроэнергии при передаче по электрическим сетям ПАО «Россети» к 2017 году на 11% относительно уровня 2012 г.;

— экономия энергетических ресурсов, используемых для производственно-хозяйственных нужд, не менее чем на 5% в год от базового значения 2012 г., до достижения к 2018 году среднеотраслевых значений характерных для аналогичных зарубежных компаний;

— повышение производительности труда с ростом не менее 5% в год до достижения к 2018 году среднеотраслевых значений;

— увеличение на 2,5% ежегодно до 2018 г. доли закупок инновационных товаров (работ, услуг), включая НИОКР [41].

Можно определить следующие основные направления повышения эффективности деятельности электросетевого комплекса:

— обновление воздушных линий, кабельных сетей, подстанционного оборудования: в том числе новое строительство, реконструкция, техническое перевооружение, вывод из эксплуатации устаревшего оборудования;

— увеличение пропускной способности ВЛ и мощности подстанционного оборудования на основе прогноза роста присоединяемой нагрузки и потребления электроэнергии;

— улучшение организации работ по технологическому присоединению к электросетям, прежде всего сокращение сроков (на необходимость резких сокращений этих сроков обращал внимание президент РФ);

— меры по сокращению потерь при передаче электроэнергии;

— совершенствование тарифообразования: доведение сетевой составляющей в тарифах на электроэнергию не выше 40%;

— оптимизация затрат на передачу и распределение электроэнергии (в настоящее время действует программа финансового оздоровления) [41].

Электроэнергетическая отрасль имеет ряд характерных особенностей:

1) Особенность продукта:

- невозможность складирования товара, в связи с чем, объем произведенного продукта всегда равно количеству потребляемого;
- проблема транспортировки из-за больших технологических потерь;
- передача товара осуществляется по электрическим сетям, на основании этого развитие электросетевого хозяйства должно опережать развитие генерации (на данный момент наоборот);

## 2) Планирование и производство:

- зависимость объема производства энергии от потребителей (невозможность наращивания производственных мощностей по своей инициативе);
- необходимость постоянного планирования энергопотребления и производства;
- большая зависимость себестоимости производства от стоимости топлива (НИВЭ);

## 3) Социальная составляющая (необходимость обеспечения бесперебойного энергоснабжения потребителей, что является жизненно важным условием развития экономики в целом).

Система формирования тарифов на электроэнергию, при которой региональные энергосистемы не заинтересованы сокращать свои издержки, которыми обосновывают необходимый уровень тарифов, а РЭК устанавливают заведомо заниженный тариф, привела к тому, что ввиду отсутствия финансовых ресурсов обновление производственных фондов не происходит.

Кроме износа основных средств существуют и другие различные проблемы отрасли:

- большие долги оптовых перепродавцов;
- влияние политического и человеческого фактора на формирование тарифа на электроэнергию;
- перекрестное субсидирование;
- противоречие интересов энергетиков (нежелание сокращать издержки) и потребителей (отсутствие мотивации экономии электричества).

Подводя итоги анализа электроэнергетической отрасли, стоит выделить несоответствие развития электросетевого хозяйства и генерации. В свете последних событий, а именно окончанием масштабного инвестиционного цикла в генерации, еще более сильно обостряется вопрос модернизации электросетевого комплекса, которому в действительности необходимо опережать генерации по развития для реализации эффективного бесперебойного обеспечения потребителей электрической энергией.

### **2.3 Формирование ключевых факторов управления стоимостью электроэнергетической компании**

Управление стоимостью компании начинается с определения стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающей руководителей релевантной информацией о результатах работы их менеджеров.

Существует мнение, успех зависит во многом от того, насколько правильно руководство сможет расставить приоритеты и определить ключевые факторы стоимости верхнего уровня. Как правило, первый этап в данном процессе – определение финансовых факторов стоимости.

Построение современной системы показателей невозможно без стандартных схем финансового анализа. Схемы могут быть использованы для разложения показателей верхнего уровня на подфакторы, однако основа системы показателей должна состоять только из ключевых факторов, которые непосредственно влияют на стоимость компании.

Все финансовые факторы стоимости условно можно разделить на 4 группы показателей отражающие:

- стратегическую эффективность компании;
- эффективность операционной деятельности;
- инвестиционной деятельности;
- финансовой деятельности.



Стратегическая эффективность компании является одной из проблем, возникающая при внедрении стоимостного управления в компаниях. Дело в том, что сама стоимость не всегда отражает исключительно результат работы менеджеров: на нее влияют внешние факторы (например, прогноз развития рынка или поведение инвесторов), и, кроме того, формула ее расчета слишком сложна для понимания рядовыми сотрудниками. Именно поэтому в мире для управления стоимостью используют показатели на основе экономической прибыли, которые, с одной стороны, в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой стороны, могут быть использованы в оперативном управлении компанией.

Одним из наиболее распространенных показателей является экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added).

Расчет EVA [25]:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C, \quad (4)$$

где NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) – прибыль после выплаты налогов,

WACC – средневзвешенная стоимость капитала,

C – инвестированный капитал.

$$EVA = (ROI - WACC) \times C, \quad (5)$$

где ROI (Return on Investment) – рентабельность инвестированного капитала.

EVA также является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении. Увеличивая значение EVA, путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер увеличивает стоимость компании.

Таким образом, показатель EVA отражает успехи менеджмента по достижению стратегической цели бизнеса – максимизации стоимости

компании. При этом задача определения рычагов воздействия на стоимость сводится к определению финансовых факторов, которые в наибольшей степени влияют на экономическую добавленную стоимость.

Чувствительность EVA к финансовым факторам стоимости показывает, на сколько процентов изменится этот параметр при изменении одного из финансовых факторов стоимости на 1%. Для такого расчета можно построить детальную финансовую модель и вычислить чувствительность итеративным способом. Если посмотреть на любую схему финансового анализа, то можно заметить, что между всеми финансовыми показателями существуют четкие причинно-следственные связи. Стоит предположить, что изменение фактора 1 влияет исключительно на результирующий показатель, но не оказывает горизонтального влияния на другие факторы. Необходимо провести декомпозицию показателя EVA, и оценить чувствительность, относительно изменения некоторых составляющих. Тем самым выявить ключевые факторы управления стоимостью электроэнергетической компании.

Причиной выбора данного показателя в качестве оценки эффективности управления стоимостью компании, послужила его простота расчета. В определенных условиях существует невозможность использования внутренней информации о компании, которая отражена в управленческой отчетности. Тем и объясняется целесообразность использования EVA, основанного на публичной информации о компании, а именно на бухгалтерской отчетности.

EVA комбинирует простоту и возможность оценки стоимостных показателей для прогнозирования эффективности бизнеса в долгосрочной перспективе. Основная идея и экономический смысл показателя заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить требуемую норму доходности инвесторам, акционерам или другим собственникам на вложенный капитал.

Таблица 4 – Чувствительность EVA, относительно изменений составляющих первого порядка

Факторы	Значение, согласно бухгалтерской отчетности	P1	P2	P3	Эластичность
NOPAT	3484140	3518981,4	3484140	3484140	2,10%
WACC	3,83%	3,83%	3,87%	3,87%	-1,10%
Инвестированный капитал	47573431	47573431	47573431	48049165,3	-2,20%
EVA	1662077,59	1696918,99	1643856,97	1625454,14	

По результатам анализа чувствительности факторов первого порядка, очевидно, что максимальное изменение EVA будет при изменении инвестированного капитала и NOPAT. Далее необходимо детализировать выбранные показатели.

Следует отметить, что составляющие средневзвешенную стоимость капитала, как и сам показатель, слабо изменчивы в компаниях электроэнергетической отрасли, в силу своей капиталоемкости. На основании всего вышесказанного, использование WACC и его компонентов в качестве ключевых факторов управления нецелесообразно.

Таблица 5 – Чувствительность EVA, относительно изменений факторов второго порядка

Факторы	Значение, согласно бухгалтерской отчетности	P1	P2	P3	P4	P5
NOPAT:	3484140	3864190	3138932	3484140	3484140	3484140
Выручка	47506228	47981290	47506228	47506228	47506228	47506228
Себестоимость	43151053	43151053	43582564	43151053	43151053	43151053
Инвестированный капитал:	47573431	47573431	47573431	48087802	47765446	47342779
Внеоборотные активы	51437053	51437053	51437053	51951424	51437053	51437053

Окончание таблицы 5

Факторы	Значение, согласно бухгалтерской отчетности	P1	P2	P3	P4	P5
Оборотные активы	19201543	19201543	19201543	19201543	19393558	19201543
Краткосрочные обязательства	23065165	23065165	23065165	23065165	23065165	23295817
EVA	1662078	2042127	1316869	1642377	1654723	1670912
Эластичность		22,87%	-20,77%	-1,19%	-0,44%	0,53%

По итогам анализа наибольшее влияние на показатель EVA оказывает изменение выручки и себестоимости, т.е. фактор первого порядка NOPAT.

Резюмируя заключения по итогам анализа составляющих WACC, в силу дублирования с факторами инвестированного капитала, не имеет смысла использования составляющих ранее упомянутого показателя.

Таблица 6 –Чувствительность EVA, относительно изменений факторов третьего порядка

Факторы	Значение, согласно бухгалтер ской отчетност и	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8
Выручка:	47506	47971	47512	47511	47506	47506	47506	47506	47506
От передачи электроэнерг ии	46487	46952	46487	46487	46487	46487	46487	46487	46487
От ТП	566	566	572	566	566	566	566	566	566
Выручка:	47506	47971	47512	47511	47506	47506	47506	47506	47506
От прочей деятельности	453	453	453	458	453	453	453	453	453
Себестоимост ь:	43151	43151	43151	43151	43255	43237	43194	43173	43328

Окончание таблицы 6

Факторы	Значение, согласно бухгалтерск ой отчетности	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8
Услуги ФСК ЕЭС	10356	10356	10356	10356	10460	10356	10356	10356	10356
Услуги ТСО	8630	8630	8630	8630	8630	8716	8630	8630	8630
Покупка электроэнер гии для компенсаци и потерь	4315	4315	4315	4315	4315	4315	4358	4315	4315
Амортизаци я	2158	2158	2158	2158	2158	2158	2158	2180	2158
Операционн ые расходы	17692	17692	17692	17692	17692	17692	17692	17692	17869
EVA	1662	2034	1666	1666	1579	1593	1627	1645	1520
Эластичнос ть		22%	0%	0%	-5%	-4%	-2%	-1%	-9%

В ходе анализа факторов третьего порядка выявлено, что наибольшее влияние на показатель EVA оказывает изменение выручки от передачи электрической энергии и операционные расходы.

Для разработки механизма управления необходимо более подробно рассмотреть выявленные факторы.

Выручка от передачи электрической энергии зависит от двух переменных:

- 1) Тариф на передачу электрической энергии;
- 2) Объем переданной электрической энергии.

Так как компании электросетевого комплекса являются субъектами естественных монополий – деятельность по передаче электрической энергии регулируется государством. Тарифы на услуги по передаче электрической энергии утверждаются органами исполнительной власти в области

государственного регулирования тарифов субъектов РФ на соответствующих территориях деятельности.

Регулирование тарифов на услуги по передаче электрической энергии производится следующими методами:

- метод доходности инвестированного капитала;
- метод индексации необходимой валовой выручки.

Применение метода доходности инвестированного капитала дает следующие преимущества:

1) Контроль роста тарифов на передачу в пределах прогноза Минэкономразвития. За счет применения механизма «сглаживания» у регулирующего органа есть возможность перераспределять выручку в течение периода регулирования;

2) Нагрузка в тарифе на возврат инвестиций распределяется в долгосрочном периоде (35 лет), вследствие чего замедляется темп роста тарифов;

3) Сохранение в рамках долгосрочного периода экономии операционных расходов, в случае если фактические операционные расходы за прошедший финансовый год выросли на меньшую величину, чем это было предусмотрено регулирующим органом. При достижении экономии операционных расходов необходимая валовая выручка не пересматривается, что обеспечивает регулируемой организации получение выгоды от экономии операционных расходов до конца долгосрочного периода.

Одной из важнейшей задач, поставленных перед электросетевыми компаниями, является своевременное установление эффективных коммуникаций с органами государственной власти и общественными организациями. Обоснованно полагать, что бизнес процесс Government Relations (Взаимодействие с органами власти) является одним из важнейших процессов компании. Так как при конструктивном взаимодействии с органами власти появляется возможность наиболее эффективно решать задачи тарифообразования, мониторинга состояния расчетов за электроэнергию, в

части повышения платежной дисциплины потребителей и надежности электроснабжения.

Проведя анализ массива данных по тарифам на услуги по передачи электрической энергии СФО за 2012-2016 г. выявлено, что средний тариф по итогам 2016 года был на уровне 78 коп./ кВт·ч, а изменения относительно предыдущего года зафиксированы на уровне  $\pm 10\%$ .

Одной из особенностей электроэнергетики является невозможность складирования готовой продукции, тем самым объем переданной электрической энергии напрямую зависит от потребления готовой продукции.

Напрямую воздействие на данный фактор невозможно.

Изменение объема переданной электрической энергии возможно увеличить за счет:

- 1) Технологического присоединение новых потребителей;
- 2) Консолидации электросетевых активов.

Операционные расходы делятся на:

- 1) Расходы на персонал. Одной из причин увеличения данной статьи является индексация оплаты труда;
- 2) Прочие расходы. Основные составляющие: услуги сторонних организаций, сырье, материалы, инструменты, оснастка, налоги и сборы.

В электросетевых компаниях выделяют следующие мероприятия по воздействию на управляемые операционные расходы:

- 1) Мероприятия по снижению потерь электроэнергии;
- 2) Повышение производительности труда;
- 3) Экономия материальных ресурсов;
- 4) Управление дебиторской задолженностью;
- 5) Управление кредиторской задолженностью.

Подводя итоги по рассмотрению специфики объектов электросетевого хозяйства необходимо выделить следующие ключевые факторы управления стоимостью:

– увеличение выручки от передачи электроэнергии, посредством технологического присоединения новых потребителей, консолидации электросетевых активов и плодотворного взаимодействия с государственными структурами для реализации взаимовыгодной и социально-ориентированной политики по вопросам тарифообразования;

– снижение операционных расходов, путем модернизации электросетевого хозяйства, повышения производительности труда, экономии материальных ресурсов, развития системы бережливого производства и управления задолженностью.



### **3 Разработка механизма управления стоимостью компании ПАО «МРСК Сибири»**

#### **3.1 Формирование механизма управления стоимостью электроэнергетической компанией**

По итогам проведенного анализа чувствительности показателя EVA, были выявлены следующие ключевые факторы управления стоимостью электроэнергетической компанией:

- тарифообразование;
- консолидация электросетевых активов;
- технологическое присоединение новых потребителей;
- взаимодействие с государственными структурами;
- модернизация электросетевого комплекса;
- производительность труда;
- экономия материальных ресурсов;
- управление дебиторской и кредиторской задолженностью.

В совокупности управление вышеперечисленными факторами способствует приращению стоимости компании. Необходимо рассмотреть действующую структуру управления компании для назначения ответственных лиц по управлению стоимостью.

Корпоративное управление включает комплекс отношений между менеджментом компании, правлением, акционерами и другими заинтересованными лицами. Корпоративное управление определяет рамки, в которых намечаются задачи компании, а также средства реализации этих задач и контроля за результатами деятельности компании. Основной целью корпоративного управления является обеспечение успешного развития Общества при соблюдении баланса интересов акционеров, инвесторов и менеджмента Общества. В соответствии с данной целью задачами корпоративного управления являются:

- обеспечение гарантий прав акционеров;
- поддержание баланса ответственности между заинтересованными в деятельности Общества лицами;
- повышение инвестиционной привлекательности и акционерной стоимости Общества;
- обеспечение максимальной информационной прозрачности и открытости Общества.

Общество при решении задач руководствуется Федеральным законом «Об акционерных обществах», Уставом Общества, Кодексом корпоративного управления Общества, утвержденным решением Совета директоров от 06.03.2013 (Протокол № 115/13), Положением об информационной политике, утвержденным решением Совета директоров от 29.08.2013 (Протокол № 126/13), лучшими мировыми практиками корпоративного управления и принципами корпоративного управления, лежащими в основе формирования, функционирования и совершенствования системы корпоративного управления Общества:

- справедливость;
- открытость;
- подотчетность органов управления Общества акционерам;
- прозрачность;
- ответственность.

Структура субъектов корпоративного управления ПАО «МРСК Сибири»:

Органы управления Общества:

- Общее собрание акционеров Общества;
- Совет директоров Общества;
- Правление (коллегиальный исполнительный орган Общества);
- Генеральный директор (единоличный исполнительный орган Общества).

Органы контроля:

- Ревизионная комиссия.

Общее собрание акционеров является высшим органом управления ПАО «МРСК Сибири» и принимает решения по вопросам деятельности Общества в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации и Уставом Общества. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» и Уставом Общества, к компетенции общего собрания акционеров относятся вопросы по внесению изменений и дополнений в Устав Общества, утверждению Устава Общества в новой редакции, реорганизации и ликвидации Общества, избранию состава Совета директоров и ревизионной комиссии Общества, утверждению годовых отчетов, распределению прибыли, выплате дивидендов, одобрению сделок, в случаях предусмотренных действующим законодательством и др. вопросы. Вопросы, отнесенные к компетенции Общего собрания акционеров, не могут быть переданы на решение Совету директоров Общества, за исключением вопросов, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Совет директоров является стратегическим органом управления Общества, который осуществляет общее руководство деятельностью Общества, за исключением принятия решений по вопросам, отнесенных законодательством Российской Федерации к компетенции общего собрания акционеров. Деятельность Совета директоров регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах» и иными правовыми актами Российской Федерации, Уставом Общества и Положением о Совете директоров Общества. В соответствии с Уставом Общества, к компетенции Совета директоров относятся вопросы определения приоритетных направлений деятельности Общества и стратегии его развития, подготовки и созыва общих собраний акционеров, избрание Генерального директора и членов Правления, создания и избрания членов Комитетов Совета директоров, утверждения бизнес-плана Общества, предварительное одобрение решений о совершении Обществом сделок и другие вопросы.

Комитеты Совета директоров создаются для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов повестки дня заседания Совета директоров, урегулирования разногласий между акционерами до проведения заседания, подготовки обоснованных рекомендаций Совету директоров для принятия решений. В настоящее время в Обществе созданы и действуют:

- Комитет по стратегии, развитию, инвестициям и реформированию;
- Комитет по надежности;
- Комитет по аудиту;
- Комитет по кадрам и вознаграждениям;
- Комитет по технологическому присоединению к электрическим сетям.

Комитет по стратегии, развитию, инвестициям и реформированию создан решением Совета директоров Общества от 25.04.2007. Ключевыми задачами Комитета являются выработка и представление рекомендаций Совету директоров по приоритетным направлениям деятельности Общества, повышению инвестиционной привлекательности, совершенствованию инвестиционной деятельности, оценке эффективности деятельности Общества.

Комитет по надежности создан решением Совета директоров Общества от 30.03.2006. Основной задачей Комитета является оценка деятельности технического менеджмента, принятие необходимых мер по обеспечению надежности работы оборудования и персонала в кризисных и предкризисных ситуациях, обеспечение требований комплексной надежности, оценка полноты и достаточности мероприятий по результатам аварий и крупных технологических нарушений, а также контроль их исполнения.

Комитет по аудиту. Для предварительного рассмотрения вопросов, связанных с контролем за финансово-хозяйственной деятельностью Общества, при Совете директоров 12.12.2008. создан Комитет по аудиту Совета директоров Общества. Основными задачами Комитета по аудиту в соответствии с Положением о Комитете (утверждено Советом директоров Общества протокол №180/16 от 29.02.2016, с учетом изменений, внесенных

решением Совета директоров ПАО «МРСК Сибири» 26.10.2016, протокол от 28.10.2016 № 208/16) являются:

- рассмотрение бухгалтерской (финансовой) отчетности Общества и надзор за процессом ее подготовки;
- контроль за надежностью и эффективностью функционирования системы внутреннего контроля, системы управления рисками, практики корпоративного управления;
- контроль за проведением внешнего аудита и выбором аудитора;
- обеспечение независимости и объективности осуществления функции внутреннего аудита;
- надзор за эффективностью функционирования системы противодействия недобросовестным действиям работников Общества и третьих лиц.

Комитет по кадрам и вознаграждениям создан решением Совета директоров Общества от 12.12.2008. Основная функция Комитета заключается в выработке и представлении рекомендаций Совету директоров Общества по определению принципов и критериев вознаграждения членов Совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа и лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа Общества, в том числе управляющей организации или управляющего, существенных условий договоров с членами коллегиального исполнительного органа и лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа Общества, критериев подбора кандидатов в члены Совета директоров Общества, члены коллегиального исполнительного органа, на должность единоличного исполнительного органа Общества, оценке деятельности лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа (управляющей организации, управляющего) и членов коллегиального исполнительного органа Общества.

Комитет по технологическому присоединению к электрическим сетям создан решением Совета директоров Общества от 10.02.2009. Целью создания

Комитета является обеспечение открытости деятельности и недискриминационного доступа к услугам по технологическому присоединению потребителей к электрическим сетям Общества. Задачей Комитета является выработка и представление рекомендаций Совету директоров Общества по совершенствованию законодательной базы антимонопольного регулирования и внутренних регламентов Общества по обеспечению недискриминационного доступа к услугам по технологическому присоединению потребителей к электрическим сетям, по оценке эффективности деятельности Общества по технологическому присоединению потребителей к электрическим сетям.

Коллегиальный исполнительный орган Общества Правление - действует на основании Устава Общества, а также утвержденного Общим собранием акционеров внутреннего документа Общества – Положения о Правлении.

Правление Общества отвечает за практическую реализацию целей, стратегии развития и политики Общества и осуществляет руководство текущей деятельностью Общества в рамках компетенции, определенной Уставом Обществ, решениями Общего собрания акционеров и Совета директоров Общества.

Основными задачами Правления являются:

- обеспечение соблюдения прав и законных интересов акционеров Общества;
- разработка предложений по стратегии развития Общества;
- реализация финансово-хозяйственной политики Общества, выработка решений по важнейшим вопросам его текущей хозяйственной деятельности и координации работы его подразделений;
- повышение эффективности системы внутреннего контроля и мониторинга рисков;
- обеспечение достижения высокого уровня доходности активов Общества и максимальной прибыли от деятельности Общества.

Руководство текущей деятельностью ПАО «МРСК Сибири» осуществляет единоличный исполнительный орган Общества - Генеральный директор, который избирается решением Совета директоров Общества. К компетенции Генерального директора Общества относятся все вопросы руководства текущей деятельностью Общества, за исключением вопросов, отнесенных к компетенции Общего собрания акционеров, Совета директоров и Правления Общества. Генеральный директор подотчетен Совету директоров, осуществляет свою деятельность в соответствии с решениями, принятыми Советом директоров Общества, и систематически отчитывается перед Советом директоров о своей деятельности.

Ревизионная комиссия. Задачей Ревизионной комиссии является осуществление контроля за финансово-хозяйственной деятельностью Общества и осуществление независимой оценки достоверности данных, содержащихся в годовом отчете Общества, годовой бухгалтерской отчетности в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации.

По итогам анализа действующей системы корпоративного управления ПАО «МРСК Сибири» стоит выделить, что функционал по управлению стоимостью компании в некоторых моментах пересекается с задачами действующих комитетов, соответственно необходима разработка плодотворного взаимодействия комитетов для реализации поставленной цели.

Механизм управления стоимостью компании предполагает эффективное управление ключевыми факторами стоимости.

Предполагается, что доведение стоимостного мышления до каждого звена компании не имеет смысла, в силу того, что каждый сотрудник должен исполнять свои трудовые обязанности, и практически большинству сотрудников стоимостное мышление не принесет никакой пользы в исполнении функциональных обязанностей.

В связи с этим, предлагается создание комитета по управлению стоимостью на базе совета директоров.

Целью созданного комитета является эффективное управление стоимостью компании.

Сформулированная цель конкретизируется в задачах, решаемых в ходе работы:

- 1) Эффективное тарифообразование;
- 2) Консолидация электросетевых активов;
- 3) Технологическое присоединение новых потребителей;
- 4) Взаимодействие с государственными структурами;
- 5) Модернизация электросетевого комплекса;
- 6) Производительность труда;
- 7) Экономия материальных ресурсов;
- 8) Управление дебиторской задолженностью;
- 9) Управление кредиторской задолженностью.

Для эффективной реализации механизма управления стоимостью созданный комитет должен выстроить цепочку взаимодействия с руководством компании по направлениям деятельности и разработать систему отчетности, которая позволит контролировать текущее положение дел в компании, в разрезе управления стоимостью.

В соответствии с действующими положениями о структурных подразделениях и должностных инструкциях, ключевые факторы управления стоимостью электроэнергетической компании были включены в зону ответственности сотрудников, согласно их функциональным обязанностям.

Совместно с комитет по кадрам и вознаграждениям разработать систему показателей эффективности для менеджмента компании, и внести корректировки в систему премирования менеджмента, согласно функциональному направлению конкретного сотрудника.

В заключении необходимо добавить, что механизм управления, на основе ключевых факторов управления, не отменяет ответственности у сотрудников за другие бизнес-процессы компании, имеющие наименьший удельный вес в системе управления ориентированной на стоимость.



### **3.2 Анализ эффективности механизмов управления стоимостью компании ПАО «МРСК Сибири»**

Для анализа эффективности механизма управления стоимостью, в данной работе предлагается проанализировать ключевые направления деятельности, исходя из ключевых факторов управления стоимостью.

В 2016 году поступило 40 433 заявок на технологическое присоединение суммарной мощностью 2 392 МВт, в том числе на присоединение электроустановок льготной категории мощностью до 15 кВт - 36 763 заявки суммарной мощностью 454 МВт, а также рассмотрено 9 заявок на присоединение объектов генерации суммарной максимальной мощностью 103 МВт.

В 2016 году заключено 30 063 договора технологического присоединения энергопринимающих устройств суммарной мощностью 833 МВт, в том числе:

- электроустановки мощностью до 15 кВт – 28 620 договоров суммарной мощностью 356 МВт;
- электроустановки мощностью от 15 до 150 кВт – 1 112 договоров суммарной мощностью 80 МВт;
- электроустановки мощностью от 150 до 670 кВт - 261 договор суммарной мощностью 88 МВт;
- электроустановки мощностью более 670 кВт - 70 договоров суммарной мощностью 309 МВт, в том числе по объектам генерации – 4 договора на 25 МВт.

Фактически исполнено 34 043 договора на технологическое присоединение энергопринимающих устройств суммарной мощностью 790 МВт. В том числе электроустановки льготной категории заявителей до 15 кВт составляют 32 341 шт. и 387 МВт.

Основные показатели деятельности по технологическому присоединению планируются в рамках бизнес-плана Общества: выручка, максимальная

мощность присоединенных к электрической сети электроустановок, поступление денежных средств от услуг по технологическому присоединению.

Количество обращений заявителей в МРСК Сибири в 2016 году снизилось в пределах 1%. При этом суммарной объем максимальной мощности поданных заявок выше показателя 2015 года на 3% или на 76 МВт.

Рост поступивших заявок наблюдается по следующим филиалам: «Бурятэнерго» (4%), «Горно-Алтайские электрические сети» (8%), «Красноярскэнерго» (13%).

Снижение поступивших заявок отмечено на территориях обслуживания следующих филиалов: «Алтайэнерго» на 7 %, «Кузбассэнерго» на 5%, «Омскэнерго» на 10 %, «Хакасэнерго» на 13 %, «Читаэнерго» на 7 %.

Количество заключенных договоров в 2016 году снизилось на 3% или на 879 штук, суммарная мощность заключенных договоров по сравнению с 2015 годом снизилась на 2% или на 19 МВт.

Рост заключенных договоров отмечен в филиале «Горно-Алтайские электрические сети» - на 43%, «Хакасэнерго» - на 10%.

Исполнено договоров (выполнено присоединение к электрической сети) на 22% или на 6 251 штук больше, чем в 2015 году. Суммарная мощность присоединенных электроустановок увеличилась относительно показателя 2015 года на 6% или на 41,8 МВт.

Анализируя данные по направлению технологическое присоединение, можно сделать вывод, что уровень желающих произвести технологическое присоединение к электрическим сетям достаточно высок. Из года в год процедура присоединения к электрическим сетям становится все более доступной и оперативной, в силу жесткого регулирования данного вопроса со стороны государства. Несмотря на слабую монетизацию данного направления, в перспективе появиться возможность компенсации за счет увеличения объема по передаче электроэнергии, что в следствии даст приращение стоимости компании.

Ключевым направлением успешной работы электросетевой компании является тарифообразование. Одной из проблем работы ПАО «МРСК Сибири» за 2016 год являлся вопрос несбалансированных, убыточных тарифов в Красноярском крае, Республике Хакасия и Кемеровской области. Ключ к успеху по данному направлению лежит в возможностях менеджмента выстроить продуктивный диалог с органами власти, для эффективного социально-ориентированного сотрудничества.

Ремонтная программа компании на 2016 год запланирована в объеме 2 687 млн. руб., выполнение составляет 3 243 млн. руб., в том числе подрядным способом – 150 млн. руб. (5%), хозяйственным способом – 3 092 млн. руб. (95%).

В связи с тем, что потребители подключены к сетям МРСК Сибири в основном на напряжении 0,4-10 кВ, для обеспечения их надежного электроснабжения при формировании ремонтных программ предпочтение отдается работам, выполняемым на объектах распределительных сетей.

Проведение эффективной ремонтной программы способствует повышению эффективности работы, снижению издержек (снижение потерь электроэнергии).

Повышение производительности труда заключается в увеличении доли работ выполняемых хозяйственным способом, что даст экономию на выполнении работ подрядным способом и загрузку персонала на выполнение производственных работ.

Экономия материальных ресурсов компании заключается в:

- 1) оптимизации проведения торгово-закупочных процедур;
- 2) бережном и экономичном расходе;
- 3) контроле над списанием ТМЦ.

Дебиторская задолженность МРСК Сибири на 01.01.2016 сложилась на уровне 14 200 млн. руб., на конец отчетного периода 16 151 млн. руб., рост задолженности за 2016 год составил 1 951 млн. руб., основное влияние оказал прирост задолженности за услуги по передаче электроэнергии на 2 223 млн.

руб. в связи с нарушением договорных обязательств по оплате гарантирующими поставщиками и территориальными сетевыми организациями и ростом оспариваемой задолженности.

Дебиторская задолженность покупателей и заказчиков по состоянию на конец года составила 13 363 млн. руб., что на 1 818 млн. руб. (16%) выше уровня, сложившегося на начало года в связи с ростом задолженности за услуги по передаче электроэнергии.

Дебиторская задолженность по авансам выданным составила 461 млн. руб., что на 25 млн. руб. (5%) ниже уровня, сложившегося на начало года. Изменение обусловлено условиями заключенных договоров на поставку товаров (работ, услуг).

Прочая дебиторская задолженность составила 2 327 млн. руб., что на 158 млн. руб. выше уровня на начало 2016 года.

Основная доля (79%) дебиторской задолженности Общества сложилась за оказанные услуги по передаче электрической энергии.

Тенденция недобросовестного исполнения обязательств по оплате за оказанные услуги по передаче электрической энергии, сложившаяся в 2014 году, сохраняет свою актуальность и в отчетном периоде. По итогам 2016 года, в результате проводимой работы по взысканию дебиторской задолженности, уровень оплаты за услуги по передаче электрической энергии составил 95%.

В Обществе осуществляются весь спектр мероприятий по взысканию просроченной дебиторской задолженности, включая:

- досудебное урегулирование, в том числе полное или частичное ограничение энергоснабжения должников;
- взыскание задолженности в рамках правового поля;
- организацию мероприятий по взысканию долга службой безопасности, включая направление писем и обращений в правоохранительные и иные органы власти;

– взыскание штрафных санкций за несвоевременное исполнение условий оплаты по договорам оказания услуг по передаче электрической энергии, установленных действующим законодательством;

– рассмотрение вопросов по урегулированию просроченной задолженности на совещаниях, в целях реализации дополнительных мероприятий, в том числе:

а) на балансовых комиссиях;

б) на совещаниях комиссии по мониторингу ситуации с расчетами за услуги по передаче электроэнергии и Комиссии по управлению дебиторской, кредиторской задолженностью МРСК Сибири;

в) на совещаниях с участием руководителей Правительств региональной власти;

г) на заседаниях Совета директоров МРСК Сибири.

В результате проводимой Обществом претензионно-исковой работы по взысканию просроченной дебиторской задолженности за оказанные услуги по передаче электроэнергии в 2016 году получены положительные судебные решения в рамках 447 судебных дел на общую сумму требований 2 305 млн. руб., отказано во взыскании 255 млн. руб. в рамках 77 дел. Доля удовлетворенных в пользу Общества требований составила 89%, что ниже значения указанного показателя за аналогичный период прошлого года на 5,5 процентных пункта.

За аналогичный период прошлого года положительные судебные решения вынесены в отношении требований на сумму 4 548 млн. руб. (440 дел), отказано на сумму 252 млн. руб. (63 дела).

По результатам полученных судебных решений в 2016 году получено исполнительных листов на сумму 1 185 млн. руб., из которых погашено 599 млн. руб. или 51%. За аналогичный период прошлого года исполнительных листов получено на сумму 3 826 млн. руб., погашено 2 343 млн. руб. или 61%.

Охват просроченной задолженности мероприятиями, направленными на ее снижение, находится на стабильно высоком уровне и на 31.12.2016 составляет 100%.

В течение отчетного периода была списана нереальная к взысканию дебиторская задолженность на сумму 140 млн. руб., в том числе за оказанные услуги по передаче электрической энергии на сумму 76 млн. руб.

Просроченная дебиторская задолженность остается проблемным вопросом развития компании, чем и объясняется включение дебиторской задолженности в зону ответственности сотрудников безопасности и юридических служб.

Большая часть дебиторской задолженности электросетевых компаний является просроченной, что в совокупности со слабой инвестиционной привлекательностью затрудняет модернизацию электросетевого комплекса, которая в перспективе бы позволила сократить операционные расходы.

Создание эффективно работающих подразделений, ответственных за работу с просроченной дебиторской задолженностью может поспособствовать наращиванию реального денежного потока компании.

Кредиторская задолженность на начало года сложилась на уровне 14 002 млн. руб., на конец отчетного периода 13 764 млн. руб., снижение за 2016 год составило 238 млн. руб. Основное влияние оказали следующие факторы:

- задолженность перед поставщиками и подрядчиками на 31.12.2016 составила 9 300 млн. руб., снижение 1083 млн. руб. (10%), в результате снижения уровня обязательств по оплате услуг перед ПАО «ФСК ЕЭС», ТСО и сбытовыми организациями;

- задолженность по авансам полученным составила 1 185 млн. руб., что соответствует уровню по состоянию на 31.12.2015;

- задолженность по налогам и сборам составила 1 058 млн. руб., что на 107 млн. руб. (11%) выше уровня по состоянию на 31.12.2015;

– прочая кредиторская задолженность составляет 2 221 млн. руб., что на 734 млн. руб. (49%) выше уровня сложившегося на начало года. Данный рост обусловлен следующими факторами:

а) 192 млн. руб. – кредиторская задолженность за пользование денежными средствами по соглашению о погашении задолженности перед ПАО «ФСК ЕЭС» за услуги по передаче электрической энергии по Единой национальной (общероссийской) электрической сети;

б) 171 млн. руб. – кредиторская задолженность перед ООО «ПродИнвест», возникшая по решению суда;

в) 144 млн. руб. – кредиторская задолженность по соглашению о компенсации затрат, возникающих при реализации проектов реконструкции электросетевых объектов;

г) 89 млн. руб. – прирост прочей долгосрочной кредиторской задолженности;

д) 62 млн. руб. – рост обязательств по заработной плате и внебюджетным фондам.

Кредиторская задолженность на протяжении многих лет остается на достаточно высоком уровне. Учитывая, проблемы развития электросетевого хозяйства, можно предположить, что «финансовый рычаг» отсутствует, что является индикатором снижения долгового бремени организации.

Проводя анализ деятельности ПАО «МРСК Сибири», и сопоставив с ключевыми факторами управления стоимостью электроэнергетической компании, можно сделать вывод, что механизм управления стоимостью основан на важнейших направлениях деятельности компании электросетевого комплекса.

Применение механизма управления стоимостью электроэнергетической компании ориентирован на организации электросетевого хозяйства, и использование в управлении генерирующей или сбытовой компании не имеет смысла.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Подводя итоги проделанной работы, нужно отметить, что цель диссертационного исследования – разработка механизма управления стоимостью электроэнергетической компании, достигнута. Все обозначенные задачи решены.

Стоимость является одним из критериев эффективности управления, который позволяет соблюдать баланс между заинтересованными сторонами и решать возникающие противоречия между ними, и отражает объективное состояние компании с учетом стратегических перспектив развития.

Резюмируя рассмотренные подходы, следует отметить, что каждый из подходов обладает своей уникальной ценностью, при этом наиболее фундаментальным можно считать подход Дамодарана. Подход Уолша



привлекателен своей простотой и может быть рекомендован для экспресс-диагностики предприятия. Подходы Егерова и Мордашова более сложны, их можно рассматривать как дальнейшее развитие и конкретное воплощение идей Дамодарана и других специалистов по анализу чувствительности компонентов стоимости функционирующего бизнеса.

Анализируя множество методик по определению стоимости компании, можно произвести группировку в три подхода: сравнительный, доходный и затратный, внутри которых могут быть различные варианты и методы расчетов.

Стоит отметить, что в последнее время наряду с традиционными подходами в отечественной теории и практике оценки стоимости компаний начинает активно применяться новый – опционный подход.

Рассмотрев разнообразие ключевых факторов стоимости компании, можно предположить, что факторами управления стоимостью компании являются внутренние факторы, формирующие стоимость компании, относящиеся к группе: имидж, открытость, финансово-хозяйственные факторы.

Работе основной ключевых факторов управления будут приняты финансово-хозяйственные факторы, так как на больших капиталоемких предприятиях традиционных отраслей промышленности они имеют наибольший удельный влияния на систему управления компании.

Подводя итоги анализа электроэнергетической отрасли, стоит выделить несоответствие развития электросетевого хозяйства и генерации. В свете последних событий, а именно окончанием масштабного инвестиционного цикла в генерации, еще более сильно обостряется вопрос модернизации электросетевого комплекса, которому в действительности необходимо опережать генерации по развития для реализации эффективного бесперебойного обеспечения потребителей электрической энергией. Целесообразно разработку механизма управления стоимостью компанией связывать с решением фундаментальных проблем сектора.

Рассмотрев специфику объектов электросетевого хозяйства необходимо выделить следующие ключевые факторы управления стоимостью:

– увеличение выручки от передачи электроэнергии, посредством технологического присоединения новых потребителей, консолидации электросетевых активов и плодотворного взаимодействия с государственными структурами для реализации взаимовыгодной и социально-ориентированной политики по вопросам тарифообразования;

– снижение операционных расходов, путем модернизации электросетевого хозяйства, повышения производительности труда, экономии материальных ресурсов, развития системы бережливого производства и управления задолженностью.

Механизм управления стоимостью компании предполагает эффективное управление ключевыми факторами стоимости, а для его реализации предлагается создать комитет по управлению стоимостью на базе совета директоров.

Сопоставление анализа деятельности компании и сформированного механизма управления стоимостью, можно сделать вывод, что механизм управления стоимостью основан на важнейших направлениях деятельности компании элетросетевого комплекса.

### **СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ**

1 Кудина М. В., Формирование стоимости компании: теоретические и методологические аспекты: дис. д-ра экон. наук: 08.00.01 / Кудина Марианна Валерьевна. – Москва, 2010. – 323 с.

2 Смит А./ Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли) (1776), с. 76.

3 Панорама экономической мысли конца XX столетия. СПб.: Экономическая школа, 2002. С.41-42

4 Шумпетер Й.А./ История экономического анализа, – СПб.: Экономическая школа, 2001 – с. 244.

5 Рикардо Д./ Начала политической экономии и налогового обложения. Избранное/Д. Рикардо; (пер. с англ.; предисл. П.Н. Клюкина). – М.: Эксмо, 2007. – (Антология экономической мысли). Отдел 2. С. 89.

6 Смит А./ Исследование о природе и причинах богатства народов. М., – 1961. с. 102

7 Дмитриев В.К. Манулов А.А. / Понятие ценности по учению экономистов классической школы (Рец. на кн.)// Русское экономическое обозрение. 1901 №7 С. 142

8 Тюрго Р.Ж. / Размышления о создании и распределении богатств. См. Франсуа Кенэ, П.С. Дюпон де Немур. Анн Робер-Жак Тюрго. Физиократы. Избранные экономические произведения. М. Эксмо. 2007

9 Чернозуб О. Жизнь после кризиса: Стоимостной подход к управлению частной компанией – М.: Альпина Паблишерз, 2009

10 Валдайцев С.В / Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. Пособие для вузов. М.: ЮНИТИ, 2003. 720 с.

11. Козырь Ю.В. / Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Альфа-Пресс, 2009. 368 с.

12. Теплова Т.В. / Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: практика российских предприятий. М.: Вершина, 2007. 272 с.

13 Aswath Damodaran. Damodaran on valuation. John Wiley & Sons, Inc., 1994.

14 Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 2008.

15 Киран Уолш. Ключевые показатели менеджмента. М., «Дело», 2000.

16 С. Мордашов. Рычаги управления стоимостью компании / Аналитический журнал «Рынок ценных бумаг», №15 2001.

17 А. Г. Грязнова. Оценка бизнеса / М.А. Федотова– М., 1998.

18 И. А. Егерев / Влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса) / журнал «Московский оценщик», №4/2000.

- 19 Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие.– СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.– 124 с.
- 20 Нешина Т. И., Организационно-экономический механизм стратегического управления факторами стоимости промышленного предприятия: дис. канд. экон. наук: 08.00.05 / Нешина Татьяна Ивановна. – Москва, 2004. – 179 с.
- 21 Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / Валдайцев С. В. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 720 с.
- 22 Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов/ Дамодаран А. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1324 с.
- 23 Rappaport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. – New York: Free Press, 1996.
- 24 Stewart G. Bennett. The quest for value: a guide for senior managers, Harper Business, 1990.
- 25 Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2006.
- 26 Казанцева С. А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия [Текст] // Актуальные вопросы экономики и управления: материалы Междунар. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.).Т. I. — М.: РИОР, 2011. — С. 183-188.
- 27 Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятий: Теория и практика. М.: ИНФРА-М, 1997.
- 28 Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления: Учеб.пособие. М.: Дело, 2003. 480 с.
- 29 Егерев И.А. Факторы управления стоимостью: выявление и анализ. //Вопросы оценки. 2000. - №3.
- 30 Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения.-М.:Издательство «Альфа-Пресс», 2004. – 200с.

31 Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление.-3-е изд., перераб. и доп./Пер.с англ. – М.:ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.: ил.

6 Мордашов С.Н. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2001. №15.

32 Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.

33 Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? // Журнал «Управление компанией». 2004. - №5.

34 Скотт М.Факторы стоимости: Руководство для менеджера по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000. – 432 с.

35 Управление стоимостью: Оценочные технологии в управлении предприятием: Учеб. пособие по специальности «Финансы и кредит» / В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева. – М.:

36 Развитие электроэнергетики в России за 2014 год: отчет – Москва: Национальное рейтинговое агентство, 2015. – 24 с.

37 Функционирование электроэнергетики за 2016 год: отчет – Москва: Российское энергетическое агентство МИНЭНЕРГО России, 2017. – 105 с.

38 Российская электроэнергетика: Превращение в прекрасного лебедя: отчет – Москва: ООО «Атон», 2016. – 11 с.

39 Официальный сайт ПАО «Россети» [Электронный ресурс] : Раздел «О компании». – Режим доступа: <http://www.rosseti.ru/about/company/>

40 Политика инновационного развития, энергосбережения и повышения энергетической эффективности ПАО «Россети». Утверждено Советом директоров ПАО «Россети» (протокол №150 от 23.04.2014 г.). — М., 2014.

41 Пономарева, Н. А. К вопросу о повышении эффективности деятельности электросетевого комплекса / Н. А. Пономарева //Вестник ЮРГТУ (НПИ). – 2015. – № 3. – С. 78–84.

42 Jean Tirole, Corporate Governance, *Econometrica*, Vol. 69, № 1(Jan., 2001), pp. 1-35

43 Ивашковская И. В., Систему управления интегрированного управления стоимостью компании: автореф. дис. ...доктора экономических наук: 08.00.05 / Ивашковская Ирина Васильевна. – Москва, 2010. – 50 с.

44 Еремеева И. Е., Управление стоимостью компании в процессе формирования и развития бизнеса: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.05 / Еремеева Ирина Евгеньевна. – Москва, 2007. – 26 с.

45 Тополя И. В., Управление стоимостью компании: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.05 / Тополя Иван Владимирович. – Москва, 2004. – 22 с.

46 Челноков А. С., Управление рыночной стоимостью российских компаний: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.05 / Челноков Андрей Сергеевич. – Москва, 2007. – 22 с.

47 Ивашкевич В. Э., Управление стоимостью компаний на основе бюджетирования: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.10 / Ивашкевич Виктория Эленгардовна. – Санкт-Петербург, 2007. – 18 с.

48 Крамин Т. В., Система управления стоимостью компании в институциональной экономике: автореф. дис. ...доктора экономических наук: 08.00.10 / Крамин Тимур Владимирович. – Казань, 2007. – 55 с.

49 Половник С. Е., Управление добавленной стоимостью хозяйствующих субъектов: автореф. дис. ....канд. экономических наук: 08.00.05 / Половник Станислав Евгеньевич. – Казань, 2007. – 23 с.

50 Сутягин В. Ю., Управление стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.10 / Сутягин Владислав Юрьевич. – Тамбов, 2008. – 19 с.

51 Хасянзанов М. З., Совершенствование управления стоимостью нефтяных компаний: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.05 / Хасянзанов Марсель Завдатович. – Екатеринбург, 2008. – 23 с.

52 Голубев А. В., Управление стоимостью нефтеперерабатывающей компании на событийном рынке: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.10 / Голубев Алексей Васильевич. – Москва, 2008. – 26 с.

53 Петрущенко Ю. М., Управление стоимостью компании на основе выбора ее стратегических альтернатив: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.05 / Петрущенко Юрий Михайлович. – Новосибирск, 2011. – 23 с.

54 Шульгина О. В., Экономический механизм управления стоимостью угольных компаний в условиях изменения конъюнктуры рынка: автореф. дис. ...канд. экономических наук: 08.00.10 / Шульгина Ольга Викторовна. – Москва, 2011. – 24 с.

55 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая от 12.12.2006 г., №230-ФЗ).

56 Справочно-поисковая система Консультант Плюс.

57 Оценка бизнеса : Учеб. Пособие / под редакцией В.Е.Есипова. Г.А.Маховиковой. – 3-е изд. – Спб.: Питер, 2010. – 512 с.

58 Бусов В.И., О.А. Землянский, А.П. Поляков. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебник для бакалавров. - М.: Юрайт, 2013. 430 с

59 Абдулаева Н.А., Колайко Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) - М.: ЭКМОС, 2006 – 346 с

60 Кэхилл Майкл. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса (название в оригинале «The Financial Times Guide to Making the Right Investment Decisions»), М.: Дело и Сервис, 2012. – 432 с.

61 Тюрин А.И. Стоимость компании и пути ее повышения // Актуальные направления научных исследований XXI века: теория и практика. 2013. № 2. С. 319-326.

62 Матвеева А.В., Макурин В.В. Модель эффективного стоимостного управления предприятием // Современные научные исследования и инновации. 2014. № 2 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://web.snauka.ru/issues/2014/02/31354>

63 Федеральный закон "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" № 135-ФЗ: от 29 июля 1998г. (ред. от 22.07.2010)

64 Финансовый менеджмен: теория и практика. Учебник для студентов, аспирантов экономических вузов, 6-е изд./Стойнова. – М.:Перспектива, 2009. – 656с.

65 Барташевич Н.И. Методические подходы к оценке стоимости организаций // Инновационное развитие экономики. 2014. № 1 (18). С. 22-25

66 О. А. Минаева «Оценка и управление стоимостью предприятия (организации)»: метод. указ./; Волгоград. гос. тех. ун-т. - Волгоград, 2013

67 Коростелев, С.П. Теория и практика оценки / С.П. Коростелев. - М.: Маросейка, 2009. – 416с.

68 Вахрушина, М. А. Учет на предприятиях малого бизнеса: учеб. пособие для вузов / М. А. Вахрушина, Л. В. Пашкова. – М.: Вузовский учебник, 2008. – 368 с.

69 Брейли С., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ., М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010. – 1088 с.

70 Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса / Пер. с англ. Ред.кол.: И.Л.Артеменков (гл.ред.), А.В.Воронкин. – М.: Энцикло- педия оценки, 2008. – 264 с.

71 Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Пер. с англ. – М.: Дело, 2011. – 272 с.

72 Smith G.V., Parr R.L., Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets, 3rd Edition, John Willey & Sons, Inc. 2005 – 638 p.

73 Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/ А.Г. Грязнова, Федотова М.А. Эскиндаров Т.В. Тазихина Е.Н. Иванова О.Н. Щербакова – Москва, 2013 – 544 с.

74 Л.Н. Чечевицына Анализ финансово-хозяйственной деятельности Изд. 6-е, перераб. Ростов-на-Дону изд. Феликс 2013 г.



75 Позднякова, В.Я. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятий: учебник / под ред. В. Я. Позднякова. – М.: Инфра-М, 2009. – 617 с.

76 Корпоративный менеджмент [Электронный ресурс] библиотека управления – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/payments/relations\\_with\\_debtors.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/payments/relations_with_debtors.shtml)

77 Прусакова М.Ю. Оценка финансового состояния предприятия: методики и приемы. М., 2008. - 80 с.

78 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учеб. пособие. – М.: Инфра-М, 2009. – 312с.

79 Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. Оценка предприятий: доходный подход. Гильдия специалистов по антикризисному управлению. М., 2007. - 375с.

80 Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). / В.А. Щербаков. – М.: Издательство Омега, 2006. – 288 с.

81 Царев В.В., Кантарович А.А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: Учеб. пособие. - М.: 2007. - 575 с.

82 Васильев Д. Проблемы функционирования электроэнергетики и предложения по их решению // газета «Энергетика: тенденции и перспективы». – 2013. – № 18 – С. 8–11

83 Годовой отчет МРСК Сибири | 2015

84 Электроэнергетика: тенденции и прогнозы, выпуск № 13 Итоги 2013 года: аналитический бюллетень, Рейтинговое агентство «РИА Рейтинг»

85 Итоги работы ТЭК России в 2015 году, Задачи на среднесрочную перспективу/Министр энергетики Российской Федерации А. В. Новак

86 Огородников Е. «Тепловому хозяйству нужен справедливый тариф» // журнал Эксперт 2014. – № 8. – С. 24–27.

87 Лосев, М. Ко дну идут одни «старики» // журнал РБК. – 2014. – № 1-2. – С. 51–57.

88 Скорлыгина Н. Пекин попался в российские сети // газета «Коммерсантъ». – 2014. – № 87 – С. 11.

89 Официальный сайт ПАО «МРСК Сибири» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.mrsk-sib.ru/about/Pages/default.aspx>

90 Ежеквартальный отчет ПАО «МРСК Сибири»

91 Устав акционерного общества «Межрегиональная распределительная сетевая компания Сибири» (новая редакция), утвержденный Решением общего собрания акционеров ПАО «МРСК Сибири» 25 июня 2014 года, протокол № 10

92 Моя энергия [Электронный ресурс]: Энергетика России – Режим доступа: <http://www.myenergy.ru/russia/er/>

93 Официальный сайт Министерства энергетики Российской Федерации [Электронный ресурс]: Основные виды производства электроэнергии на территории России – Режим доступа: [http://www.minenergo.gov.ru/activity/powerindustry/powersector/structure/manufacture\\_principal\\_views/](http://www.minenergo.gov.ru/activity/powerindustry/powersector/structure/manufacture_principal_views/)

94 Официальный сайт компании «Green Evolution» [Электронный ресурс]: Генерация электроэнергии – Режим доступа: <http://greenevolution.ru/enc/wiki/generaciya-elektroenergii/>

95 «Энергорынок» [Электронный ресурс]: Новый поворот – Режим доступа: <http://www.e-m.ru/app/2007-01/23170/>

96 Отраслевые новости [Электронный ресурс]: Энергетика – Режим доступа: [http://www.ruscable.ru/news/2014/08/22/Debitorskaya\\_zadolzhennosty\\_energosbytovyx\\_kompani/](http://www.ruscable.ru/news/2014/08/22/Debitorskaya_zadolzhennosty_energosbytovyx_kompani/)

97 Нормативный документ: Федеральный закон об оценочной деятельности в Российской Федерации №135-ФЗ по состоянию на 21.07.2014

98 Центр экономического анализа и экспертизы [Электронный ресурс] Анализ финансового состояния предприятия – Режим доступа: <http://www.ceae.ru/consult-analisfinpredpr.htm>

99 Российское информационное агентство «Энергетика и ЖКХ» [Электронный ресурс] Новости энергетики – Режим доступа:

[http://ejnews.ru/news\\_energy/2015/03/23/Ubyitok\\_Krasnoyarskenergobyita\\_po\\_itogam\\_2014\\_goda\\_sostavil\\_5708 mln\\_rublej\\_29473](http://ejnews.ru/news_energy/2015/03/23/Ubyitok_Krasnoyarskenergobyita_po_itogam_2014_goda_sostavil_5708 mln_rublej_29473)

100 Автономная некоммерческая организация «Независимая финансовая экспертиза» [Электронный ресурс] Индекс инфляции в России – Режим доступа: <http://www.ppnf.ru/polezn/infliatsia.htm>

101 Ламакин, Г. Н. Основы менеджмента в электроэнергетике : учеб. пособие / Ламакин, Г. Н. – Ч.1. 1-е изд. Тверь: ТГТУ, 2006. 208 с

102 Нагорная, В.Н. Экономика энергетики: учеб. пособие / Н.В. Нагорная; Дальневосточный государственный технический универси-тет. – Владивосток: Изд-во ДВГТУ, 2007. – 157 с.

103 СТО 4.2–07–2014 Система менеджмента качества. Организация учета и хранения документов. – Введ. 22.12.2013. – Красноярск : ИПК СФУ, 2014. – 41 с.

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

(обязательное)

### Бухгалтерский баланс ПАО «МРСК Сибири» на 31 декабря 2016 года

**Бухгалтерский баланс**  
**на 31 декабря 2016 г.**

		Коды		
		0710001		
Дата (число, месяц, год)		31	12	2016
Организация	ПАО «МРСК Сибири»	76749096		
Идентификационный номер налогоплательщика		2460069527		
Вид экономической деятельности	Передача электроэнергии	35.12		
Организационно-правовая форма/форма собственности	Открытое акционерное общество/Частная собственность	12247 31		
Единица измерения: тыс. руб.		384		
Местонахождение (адрес)		Российская Федерация, 660021, г. Красноярск,		

Пояснения	Наименование показателя	На 31 декабря 20 16 г.	На 31 декабря 20 15 г.	На 31 декабря 20 14 г.
	<b>АКТИВ</b>			
	<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
	Нематериальные активы	576 710	572 564	477 610
	Результаты исследований и разработок	11 844	17 528	23 213
	Нематериальные поисковые активы	-	-	-
	Материальные поисковые активы	-	-	-
	Основные средства	48 518 697	47 897 327	47 112 036
	Доходные вложения в материальные ценности	360	400	17
	Финансовые вложения	324 316	309 132	300 328
	Отложенные налоговые активы	1 351 199	1 227 814	1 311 146
	Прочие внеоборотные активы	653 927	695 189	662 152
	Итого по разделу I	51 437 053	50 719 954	49 886 502
	<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
	Запасы	2 405 177	2 184 409	1 493 162
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	22 411	28 188	46 791
	Дебиторская задолженность	16 150 713	14 199 641	11 629 340
	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	-	-	-
	Денежные средства и денежные эквиваленты	179 665	528 380	1 719 460
	Прочие оборотные активы	443 577	353 026	278 379
	Итого по разделу II	19 201 543	17 293 644	15 167 132
	<b>БАЛАНС</b>	<b>70 638 596</b>	<b>68 013 598</b>	<b>65 077 260</b>

## Окончание приложения А

Пояснения	Наименование показателя	На 31 декабря 2016г.	На 31 декабря 20 15г.	На 31 декабря 2014 г.
	<b>ПАССИВ</b>			
	<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>			
	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	9 988 616	9 481 516	9 481 516
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	-	-	-
	Добавочный капитал (без переоценки)	23 179 700	23 179 700	23 179 700
	Резервный капитал	123 762	123 762	118 425
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	(5 482 018)	(3 678 408)	(3 407 605)
	Итого по разделу III	27 810 063	29 613 673	29 372 036
	<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
	Заемные средства	16 751 700	10 691 551	14 595 861
	Отложенные налоговые обязательства	2 659 627	2 576 434	2 512 158
	Оценочные обязательства	-	-	-
	Прочие обязательства	352 041	262 953	159 277
	Итого по разделу IV	19 763 368	13 530 938	17 267 296
	<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
	Заемные средства	6 558 140	8 269 441	2 705 908
	Кредиторская задолженность	13 412 161	13 739 445	11 759 417
	Доходы будущих периодов	-	-	-
	Оценочные обязательства	3 072 672	2 851 623	3 964 186
	Прочие обязательства	-	-	-
	Итого по разделу V	23 065 165	24 868 987	18 437 928
	<b>БАЛАНС</b>	<b>70 638 596</b>	<b>68 013 598</b>	<b>65 077 260</b>

# ПРИЛОЖЕНИЕ Б

(обязательное)

## Отчет о финансовых результатах

на 31 декабря 20 16 г.

на <u>31 декабря</u> <u>20 16</u> г.		Коды		
Форма по ОКУД		0710001		
Дата (число, месяц, год)		31	12	2016
Организация	<u>ПАО «МРСК Сибири»</u>	по ОКПО 76749096		
Идентификационный номер налогоплательщика		ИНН 2460069527		
Вид экономической деятельности	<u>Передача электроэнергии</u>	по ОКВЭД 35.12		
Организационно-правовая форма/форма собственности		<u>Открытое акционерное общество/Частная собственность</u>		
		по ОКОПФ/ОКФС 12247 31		
Единица измерения: тыс. руб.		по ОКЕИ 384		

Пояснения	Наименование показателя	За январь-декабрь 20 16 г.	За январь-декабрь 20 15 г.
	Выручка	47 506 228	42 744 387
	Себестоимость продаж	(43 151 053)	(39 973 868)
	Валовая прибыль (убыток)	4 355 175	2 770 519
	Коммерческие расходы	(53 486)	(54 430)
	Управленческие расходы	(3 014 968)	(3 054 351)
	Прибыль (убыток) от продаж	1 286 721	(338 262)
	Доходы от участия в других организациях	5 362	1 906
	Проценты к получению	67 394	58 889
	Проценты к уплате	(1 848 574)	(1 278 817)
	Прочие доходы	2 046 983	3 151 378
	Прочие расходы	(3 305 013)	(1 781 266)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	(1 747 127)	(186 172)
	Текущий налог на прибыль	-	(280 147)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	234 182	190 144
	Изменение отложенных налоговых обязательств	(214 294)	(51 588)
	Изменение отложенных налоговых активов	329 537	178 825
	Прочее	(171 726)	102 060
	Чистая прибыль (убыток)	(1 803 610)	(237 022)
	СПРАВОЧНО		
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	-	-
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	-	-
	Совокупный финансовый результат периода	(1 803 610)	(237 022)
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	(0,000019)	(0,000002)
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	-	-